

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

ANDREAS CAHN

EIGENE AKTIEN UND GEGENSEITIGE BETEILIGUNGEN



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 50



PROF. DR. THEODOR BAUMS  
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT

SENCKENBERGANLAGE 31

D-60054 FRANKFURT AM MAIN

TEL: +49 (0)69 / 798-28941

FAX: +49 (0)69 / 798-29018

(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))

Andreas Cahn

**Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen**

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 50**

**08/ 2006**

# Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen

Andreas Cahn

## Inhaltsübersicht

I. Einleitung.....	9
II. Ökonomische Grundlagen.....	10
1. Der Wert eigener Aktien für die Gesellschaft.....	10
2. Vorteile des Erwerbs und der Verwendung eigener Aktien.....	11
a) Auswirkungen des Erwerbs eigener Aktien auf die Unternehmensfinanzierung und den Kapitalmarkt .....	11
b) Auswirkungen für die Aktionäre und Optionsinhaber.....	13
c) Erwerb eigener Aktien als Mittel zur Einflussnahme auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises .....	14
3. Nachteile und Gefahren des Erwerbs und der Verwendung eigener Aktien .....	16
a) Gefahren für die Gesellschaftsgläubiger.....	16
b) Gefahren für die aktienrechtliche Kompetenzordnung.....	17
c) Gefahren für die Aktionäre .....	18
d) Gefahren für die Gesellschaft.....	19
e) Gefahren für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und des Marktes für Unternehmenskontrolle .....	19
4. Fazit .....	21
III. Die Entwicklung der Regulierung von Transaktionen in eigenen Aktien .....	22
1. Die Regelungen über eigene Aktien bis zur Aktienrechtsnovelle 1884 .....	22
2. Die liberale Praxis seit der Aktienrechtsnovelle 1884.....	23
3. Die Verschärfung der Bestimmungen über eigene Aktien seit der Notverordnung vom 19. September 1931 .....	25
4. Neuerungen durch die Kapitalrichtlinie.....	27
5. Die Liberalisierung des Erwerbs eigener Aktien seit den 90er Jahren des 20. Jahrhunderts .....	28
6. Die Ausdifferenzierung aktienrechtlicher und kapitalmarktrechtlicher Regeln für eigene Aktien.....	29
IV. Kursstabilisierung für Rechnung der Gesellschaft.....	31
1. Problemstellung .....	31
2. Die Voraussetzungen des § 71 Abs. 1 AktG.....	32
a) Erwerbsgrund und Preisrahmen.....	32
b) Verbot des „Handels in eigenen Aktien“ .....	33
aa) Die ursprüngliche Bedeutung des Handelsverbots .....	33
bb) Folgerungen für die Zulässigkeit von Stabilisierungsmaßnahmen für Rechnung der Gesellschaft .....	34
cc) Die Änderung des Zwecks des Handelsverbots durch die Einführung kapitalmarktrechtlicher Bestimmungen .....	35
V. Eigene Aktien und Derivate .....	38
1. Die Fortentwicklung der Unternehmensfinanzierung und ihre Folgen für die Regelungen über eigene Aktien.....	38
2. Erwerb von Kaufoptionen .....	39
a) Kaufoptionen auf Lieferung von Aktien.....	39
aa) Zeitpunkt des Aktienerwerbs .....	39

bb) Gleichbehandlung der Aktionäre.....	40
cc) Gegenwert.....	42
b) Wahlrecht der Gesellschaft zwischen Aktienlieferung und Barausgleich.....	44
c) Auf Barausgleich gerichtete Kaufoptionen.....	44
3. Veräußerung von Verkaufsoptionen.....	44
a) Verkaufsoptionen auf Lieferung von Aktien.....	44
aa) Zeitpunkt des Aktienerwerbs.....	44
bb) Gleichbehandlung der Aktionäre.....	47
cc) Gegenwert.....	47
b) Wahlrecht des Optionsinhabers zwischen Aktienlieferung und Barausgleich .....	48
c) Auf Barausgleich gerichtete Verkaufsoptionen.....	48
4. Begebung von Kaufoptionen.....	51
a) Kaufoptionen auf Lieferung von Aktien.....	51
aa) Die AG besitzt eigene Aktien .....	51
bb) Die AG besitzt keine eigenen Aktien.....	56
b) Auf Barausgleich gerichtete Kaufoptionen.....	57
5. Erwerb von Verkaufsoptionen.....	58
a) Verkaufsoptionen auf Lieferung von Aktien.....	58
b) Auf Barausgleich gerichtete Verkaufsoptionen .....	59
VI. Gegenseitige Beteiligungen .....	59
1. Problemstellung und gesetzliche Regelung .....	59
a) Einfache wechselseitige Beteiligungen.....	60
b) Qualifizierte wechselseitige Beteiligungen.....	60
c) Der Aufbau qualifizierter wechselseitiger Beteiligungen als mittelbarer Erwerb eigener Aktien .....	61
2. Die Unzulänglichkeit einer Regelung qualifizierter wechselseitiger Beteiligungen aus der Perspektive der herrschenden AG .....	62
3. Die Fortentwicklung des gesetzlichen Schutzkonzepts für die abhängige AG.....	63
a) Einstufige Abhängigkeitsverhältnisse.....	63
b) Mehrstufige Abhängigkeitsverhältnisse.....	66

### Schrifttum

*Adams, Michael*, Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der "Deutschland AG", AG 1994, 148; *Aha, Christoph*, Verbot des Erwerbs eigener Aktien nach den §§ 71 ff. AktG und eigener Genussscheine nach § 10 V S. 5 KWG, AG 1992, 218; *Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“*, Behandlung „eigener Aktien“ nach deutschem Recht und US-GAAP unter besonderer Berücksichtigung der Änderung des KonTraG, DB 1998, 1673; *Bandte, Jürgen*, Der Erwerb eigener Aktien – eine Waffe der Aktiengesellschaft gegen Übernahmeattacken?, Jura 1987, 465; *Baum, Harald*, Rückerwerbsangebote für eigene Aktien: übernahmerechtlicher Handlungsbedarf, ZHR 167 (2003), 580; *Baums, Theodor / Stöcker, Mathias*, Rückerwerb eigener Aktien und WpÜG, FS Wiedemann, 2002, S. 703; *Bednarz*, Der Ermächtigungsbeschluß der Hauptversammlung zum Erwerb eigener Aktien, 2006; *Bekker, E. J.*, Beiträge zum Aktienrecht, ZHR 17 (1872), 379; *Benckendorff, Andreas*, Erwerb eigener Aktien im deutschen und US-amerikanischen Recht, 1998; *Bernwald, Arno*, Mehrstufige Unternehmensverbindungen aus Sicht des AktG 1965, 1974; *Berrar, Carsten / Schnorbus, York*, Rückerwerb eigener Aktien und Übernahmerecht, ZGR 2003, 59; *Bezenberger, Tilman*, Der Erwerb eigener Aktien durch die AG, 2002; *Boesebeck, Ernst*, Die wechselseitige Verflechtung von Aktiengesellschaften, ZfgK 1956, 766; *ders.*, Regelung der wechselseitigen Beteiligung im Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, BB 1959, 15.; *ders.*, Wechselseitig beteiligte Unternehmen nach dem Regierungsentwurf eines Aktiengesetzes, AG 1961, 331.; *Böhm, Klaus-Jürgen*, Der Rückkauf eigener Aktien und Übernahmetransaktionen, in: von Rosen/Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, 1999, S. 327; *Bosse, Christian*, Handel in eigenen Aktien durch die Aktiengesellschaft, WM 2000, 806; *ders.*, Melde- und Informationspflichten nach dem Aktiengesetz und Wertpapierhandelsgesetz im Zusammenhang mit dem Rückkauf eigener Aktien, ZIP 1999, 2047; *ders.*, Mitarbeiterbeteiligung und Erwerb eigener Aktien, NZG 2001, 504; *ders.*, Probleme des Rückkaufs eigener Aktien, NZG 2000, 923; *ders.*, Zulässigkeit des individuell ausgehandelten Rückkaufs eigener Aktien („Negotiated repurchase“ in Deutschland, NZG 2000, 16; *ders.*, Erwerb eigener Aktien, 2002; *Budde, Wolfgang Dieter*, Aktienrückkaufprogramme im Spannungsfeld von Aktien-Bilanz- und Steuerrecht, FS Offerhaus, 1999, S. 659; *Bradley, Michael/ Desai, Anand/ Kim, E. Han*, The rationale behind interfirm tender offers. Information or Synergy?, Journal of Financial Economics 11 (1983), 183; *Brodmann, Erich*, Eigene Aktie; genehmigtes Kapital; Verschachtelung, BankA 1932, 46; *Büdenbender, Ulrich*, Eigene Aktien und Aktien an der Muttergesellschaft (I), DZWir, 1998, 1.; (Schluss), DZWir, 1998, 55; *Bungert, Hartwin/*

*Hentzen, Matthias*; Kapitalerhöhung zur Durchführung von Verschmelzung oder Abspaltung bei parallelem Rückkauf eigener Aktien durch die übertragende Aktiengesellschaft, DB 1999, 2501; *Busch, Torsten*, Eigene Aktien in der Kapitalerhöhung, AG 2005, S. 429; *Butzke, Volker*, Gesetzliche Neuregelungen beim Erwerb eigener Aktien, WM 1995, 1389; *Cahn, Andreas*, Kapitalerhaltung im Konzern, 1998; *Cahn, Andreas / Farrenkopf, Stefan*, Abschied von der qualifizierten wechselseitigen Beteiligung, AG 1984, 178; *Chamorro Dominguez, Maria de la Conception*, Rückerwerbbarer Aktien: Ein Plädoyer für ihre Zulassung in Deutschland aus rechtsvergleichender Perspektive, AG 2004, 487; *Christoffel, Carsten P.*, Die Bewertung von eigenen Anteilen an Kapitalgesellschaften, DB 1984, 836; *ders.*, Wie ändert das KonTraG das Aktiengesetz?, DB 1998, 177; *Diekmann, Hans / Merkner, Andreas*, Die praktische Anwendung des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Erwerb eigener Aktien, ZIP 2004, 836; *Eberstadt, Gerhard*, Rückkauf eigener Aktien – Ein wichtiges Element zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland, WM 1986, 1809; *Ekkenga, Jens*, Kurspflege und Kursmanipulation nach geltendem und künftigen Recht, WM 2002, 317; *Emmerich, Volker*, Zur Problematik der wechselseitigen Beteiligung, namentlich im geltenden und zukünftigen GmbH-Recht, FS Westermann, 1974, S. 55; *Eschbach, Werner*, Eigene Aktien und Shareholder Value, DB 2003, 161; *Escher-Weingart, Christina / Kübler, Friedrich*, Erwerb eigener Aktien, ZHR 162 (1998), 537; *Flechtheim, Julius*, Zur Aktienrechtsnovelle, Bank-Archiv 1931/32, 10 und 65; *Fleischer, Holger / Körber, Torsten*, Der Rückerwerb eigener Aktien und das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, BB 2001, 2589; *Fried, Jesse M.*; Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers, 67 University of Chicago Law Review (2000), 421; *Geber, Susanne / zur Megede, Ekkehard*, Aktienrückkauf – Theorie und Kapitalmarktp Praxis unter Beachtung der “Safe-harbour-Verordnung” (EG Nr. 2273/2003), BB 2005, 1861; *Gerber, Otto-Ludwig*, Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft, Würzburg 1932; *Giloy, Jörg*, Zur Privilegierung der (Belegschafts)Aktie. Ein aktueller Beitrag zur Vermögensbildung, BB 1976, 264; *Grobecker, Wolfgang / Michel, Arndt*, Rückkauf eigener Aktien: Die Grenzen des § 71 I Nr. 8 AktG, DStR 2001, 1757; *Günther, Thomas / Muche, Thomas / White, Mark*, Zulässigkeit des Rückkaufs eigener Aktien in den USA und Deutschland vor und nach KonTraG, RIW 1998, 337; *Ihrig, Hans-Christoph*, Optionen auf eigene Aktien, FS Ulmer, 2003, S. 829; *Habersack, Mathias*, Das Andienungs- und Erwerbsrecht bei Erwerb und Veräußerung eigener Anteile, ZIP 2004, 1121; *ders.*, Rückerwerbbarer Aktien auch für deutsche Gesellschaften, FS Lutter, 2000, S. 1329; *Hampel, Volker*, Erwerb eigener Aktien und Unternehmenskontrolle, Frankfurt am Main 1994; *Heinsius, Theodor*, Die Ausführung einer Verlaufskommission in eigenen Aktien durch ein Kreditinstitut und das Verbot des Er-

werbs eigener Aktien nach § 71 AktG, AG 1988, 253; *Hettlage, Manfred*, Die Bilanzierung wechselseitiger Beteiligungen nach deutschem Aktienrecht, 1967; *ders.*, Darf sich eine Kapitalgesellschaft durch die Begründung einer wechselseitigen Beteiligung an der Kapitalaufbringung ihrer Kapitalgeber beteiligen?, AG 1967, 249; *ders.*, Die AG als Aktionär, AG 1981, 92; *Hillebrandt, Franca / Schremper, Ralf*, Analyse des Gleichbehandlungsgrundsatzes beim Rückkauf von Vorzugsaktien, BB 2001, 533; *Hirsch, Hendrik*, Der Erwerb eigener Aktien nach dem KonTraG, 2004; *Hoff, Hans Henning*, Aktienoptionen für Aufsichtsräte über § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG?, WM 2003, 910; v. *Hofmannsthal, Emil*, Die Tochtergesellschaft als Aktionär der Muttergesellschaft, ZBH 1928, 401; *Hopt, Klaus J.*, Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, ZGR 1993, 534; *Huber, Ulrich*, Rückkauf eigener Aktien, FS Kropff 1997, 101; *ders.*, Zum Aktienerwerb durch ausländische Tochtergesellschaften, FS Duden 1977, S. 137; *Hüffer, Uwe*, Harmonisierung des aktienrechtlichen Kapitalschutzes. Die Durchführung der Zweiten EG-Richtlinie zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts, NJW 1979, 1065; *Jakobs, Norbert*, Steuerliche Auswirkungen des Aktivierungsverbots für eigene Aktien nach § 272 I S. 4 HGB, FR 1998, 872; *Janberg, Hans*, Einige Betrachtungen zur Belegschaftsaktie, AG 1960, 175; *Johannsen-Roth, Tim*, Der Erwerb eigener Aktien, 2001; *Joost, Detlev*, Grundlagen und Rechtsfolgen der Kapitalerhaltungsregeln im Aktienrecht, ZHR 149 (1985), 419; *Kayser-Eichberg, Marei*, Die wechselseitige Beteiligung nach deutschem Aktienrecht als Leitlinie europäischer Harmonisierung, 1969; *Kellerhals, Philipp B. / Rausch, Elmar*, Die Liberalisierung von Aktienrückkäufen: Bundesdeutsche Erfahrungen, AG 2000, 222; *Kessler, Manfred / Suchan, Stefan Wilhelm*, Erwerb eigener Aktien und dessen handelsbilanzielle Behandlung, BB 2000, 2529; *Keyssner, Hugo*, Die Aktiengesellschaften und die Kommanditgesellschaften auf Aktien unter dem Reichs-Gesetz vom 11. Juni 1870, 1873; *Kiem, Roger*, Der Erwerb eigener Aktien bei der kleinen AG, ZIP 2000, 209; *Kindl, Johann*, Der Erwerb eigener Aktien nach Europäischem Gemeinschaftsrecht, ZEuP 1994, 77; *Klingenberg, Dietgard*, Der Aktienrückkauf nach dem KonTraG aus bilanzieller und steuerlicher Sicht, BB 1998, 1575; *Knepper, Karl Heinz*, Die Belegschaftsaktie in Theorie und Praxis, ZGR 1985, 419; *Kniehase, Martin*, Derivate auf eigene Aktien, 2005; *Koch, Jens*, Der Erwerb eigener Aktien – kein Fall des WpÜG, NZG 2003, 61; *Koch, Raphael*, Die Auswirkungen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) auf den Erwerb eigener Aktien, 2006; *Kopp, Hans J.*, Erwerb eigener Aktien. Ökonomische Analyse vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes, 1996; *Koppensteiner, Hans-Georg*, Internationale Unternehmen im deutschen Gesellschaftsrecht, 1971; *Kraft, Gerhard / Altvater, Christian*, Die zivilrechtliche, bilanzielle und steuerliche Behandlung des Rückkaufs eigener



Aktien, NZG 1998, 448; *Krebs, Rainer*, Ausländerbeteiligungen an deutschen Unternehmen – ein neues Kapitel zu einem alten Problem, DB 1982, 1390; *Kröner, Michael / Hadzic, Edin*, Der Erwerb eigener Anteile nach § 71 I Nr. 8 AktG unter Berücksichtigung von § 50v EStG, DB 1998, 2133; *Kropff, Bruno*, Die wechselseitige Beteiligung nach dem Entwurf eines Aktiengesetzes, DB 1959, 15; *Krüger, Dirk*, Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft, IStR 2002, 552; *Kuhn, Georg*, Arbitragegeschäfte der Aktienbanken in eigenen Aktien, NJW 1973, 833; *Lehmann, Karl*, Das Recht der Aktiengesellschaften, Berlin 1904; *Leithaus, Rolf*, Die Regelungen des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland und den Niederlanden, 2000; *Lenz, Jürgen / Linke, Ulf*, Rückkauf eigener Aktien nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, AG 2002, 420; *Leppert, Michael / Stürwald, Florian*, Aktienrückkauf und Kursstabilisierung – Die Safe-Harbour-Regelungen der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 und der KuMaKV, ZBB 2004, 302; *Löwenfeld, Hermann*, Das Recht der Actien-Gesellschaften: Kritik und Reformvorschläge, 1879; *Lüken, Christian*, Der Erwerb eigener Aktien nach §§ 71 ff. AktG, 2004; *Lutter, Marcus*, Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG, 1964; *ders.*, Stellungnahme zur Aktienrechtsreform 1997, Sonderheft AG 1997, 52; *Maltschew, Reni*, Der Rückerwerb eigener Aktien in der Weltwirtschaftskrise 1929 – 1931, 2004; *Martens, Klaus-Peter*, Eigene Aktien und Stock-Options in der Reform, Sonderheft AG 1997, 83; *ders.*, Der Erwerb eigener Aktien zum Umtausch im Verschmelzungsverfahren, FS Boujoung, 1996, S. 335; *ders.*, Erwerb und Veräußerung eigener Aktien im Börsenhandel, AG 1996, 337; *Mestmäcker, Ernst-Joachim*, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, 1958; *Mick, Marcus*, Aktien- und bilanzsteuerrechtliche Implikationen beim Einsatz von Eigenkapitalderivaten beim Aktienrückkauf, DB 1999, 1201; *Mick, Marcus / Wiese, Tobias*, Erwerb eigener Anteile und § 50c EStG – Steuerliche Gestaltungsüberlegung aus Anlaß des Inkrafttretens des § 71 I Nr. 8 AktG i. d. F. des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich („KonTraG“), DStR 1998, 1201; *Mittermaier, Franz*, Die französische Handelsgesetzgebung von 1867, Beilageheft ZHR 12 (1868), 99; *Müller, Welf*, Zum Entwurf eines Gesetzes zur Durchführung der Zweiten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts (Kapitalschutzrichtlinie), WPg, 1978, 565; *Müller, Fritz*, Die eigene Aktie – Eine betriebswirtschaftliche Untersuchung auf der Grundlage der rechtlichen Bestimmungen in den EWG-Staaten, München 1996; *Möller, Mirko*, Rückerwerb eigener Aktien, 2005; *Nierhaus, Fedor*, Die wechselseitige Beteiligung von Aktiengesellschaften, München 1961; *Oechsler, Jürgen*, Die Änderung der Kapitalrichtlinie und den Rückerwerb eigener Aktien, ZHR 170 (2006), 72; *ders.*, Der Rückerwerb eigener Aktien kraft Ermächtigungsbeschlusses der

Hauptversammlung zur Abwehr von Unternehmensübernahmen in: Lange/Wall, Risikomanagement nach dem KonTraG, München 2001, S. 95; Oser, Peter, Pflicht zur (Neu-) Bildung der Rücklage für eigene Aktien im Konzernabschluss, DB 1999, 1125; Paefgen, Walter G., Eigenkapitalderivate bei Aktienrückkäufen und Managementbeteiligungsmodellen, AG 1999, 67; ders., Die Gleichbehandlung im Aktienruckerwerb im Schnittpunkt von Gesellschafts- und Übernahmerecht, ZIP 2002, 1509; Peltzer, Oliver, Die Neuregelung des Erwerbs eigener Aktien im Lichte der historischen Erfahrungen, WM 1998, 322; Pellens, Bernhard / Schremper, Ralf, Aktienrückkauf in Deutschland, 1999; Piepenburg, Manfred, Sind die Vorschriften zum Rückkauf eigener Aktien noch zeitgemäß?, BB 1996, 2582; Posner, Dirk, Der Erwerb eigener Aktien in der US-amerikanischen Unternehmenspraxis, AG 1994, 312; Poehls, Meno, Das Recht der Aktien-Gesellschaften mit besonderer Rücksicht auf Eisenbahngesellschaften, 1842; Reichert, Jochem / Harbarth, Stephan, Veräußerung und Einbeziehung eigener Aktien, ZIP 2001, 1441; Richter, Stefan, Aktienoptionen für den Aufsichtsrat?, BB 2004, 949; Richter, Wolfgang / Gittermann, Stephan, Die Verknüpfung von Kapitalerhöhung und Ruckerwerb eigener Aktien bei Mitarbeiteraktienprogrammen, AG 2004, 277; Ruth, Rudolf, Eigene Aktien und Verwaltungsaktien, 1928; Saria, Gerhard, Schranken beim Erwerb eigener Aktien § 71 I Nr. 8 AktG, NZG 2000, 458; Schander, Albert A., Der Rückkauf eigener Aktien nach KonTraG und Einsatzpotentiale bei Übernahmetransaktionen, ZIP 1998, 2087 ff.; Schmid, Hubert, Eigene Aktien nach der Neuregelung durch das KonTraG, DB 1998, 1785; Schmid, Hubert / Mühlhäuser, Felix, Die Gegenleistung beim Erwerb eigener Aktien mittels Optionen, AG 2004, 342; dies., Rechtsfragen des Einsatzes von Aktienderivaten beim Aktienrückkauf, AG 2001, 493; Schmid, Hubert / Wiese, Götz Tobias, Bilanzielle und steuerliche Behandlung eigener Aktien. Zur Anwendung des 3 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG in der Fassung des KonTraG, DStR 1998, 993; Schmidbauer, Rainer, Die Bilanzierung eigener Aktien im internationalen Vergleich, DStR 2002, 187; Schmidt, Kerstin, Wechselseitige Beteiligungen im Gesellschafts- und Kartellrecht, 1995; Schockenhoff, Martin/ Wagner, Elke, Ad-hoc-Publizität beim Aktienrückkauf, AG 1999, 548; Schön, Siegfried, Geschichte und Wesen der eigenen Aktien, 1937; Seidler, Holger, Eigene Aktien, 2004; Singhof, Bernd, Zur finanziellen Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien durch Kreditinstitute, NZG 2002, 745; Singhof, Bernd / Weber, Christian, Neue kapitalmarktrechtliche Rahmenbedingungen für den Erwerb eigener Aktien, AG 2005, 549; Skog, Rolf, Der Erwerb eigener Aktien: Reformbestrebungen in den EU-Mitgliedsstaaten, ZGR 1997, 306; Spickhoff, Andreas, Der verbotswidrige Ruckerwerb eigener Aktien: Internationales Privatrecht und europäische Rechtsangleichung, BB 1997, 2593; Spindler, Gerald, Deregulierung des Aktienrechts, AG 1998, 53; Süßmann, Rainer, Anwen-

dung des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Erwerb eigener Aktien?, AG 2002, 424; *Thiel, Jochen*, Bilanzielle und steuerliche Behandlung eigener Aktien nach den Neuregelungen des Aktienerwerbs durch das KonTraG, DB 1998, 1786; *ders.*, Wirtschaftsgüter ohne Wert: Die eigenen Anteile der Kapitalgesellschaft, FS L. Schmidt 1993, S. 569; *Thömmes, Otmar*, Steht dem Tochterunternehmen aus dem Besitz von Aktien der Muttergesellschaft eine Dividende zu?, AG 1987, 34; *Tollkühn, Oliver*, Die Schaffung von Mitarbeiteraktien durch kombinierte Nutzung von genehmigtem Kapital und Erwerb eigener Aktien unter Einschaltung eines Kreditinstituts, NZG 2004, 594; *Umnuß, Karsten / Ehle, Thorsten-Ludwig*, Aktienoptionsprogramme für Arbeitnehmer auf Basis von § 71 I Nr. 2 AktG, BB 2002, 1042; *van Aerssen, Rick*, Erwerb eigener Aktien und Wertpapierhandelsgesetz: Neues von der Schnittstelle Gesellschaftsrecht/Kapitalmarktrecht, WM 2000, 391; *von Rosen, Rüdiger / Helm, Leonhard*, Der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft, AG 1996, 434; *Verhoeven, Thomas*, GmbH-Konzernrecht Der Erwerb von Anteilen der Obergesellschaft, GmbHR 1977, 97; *Vetter, Jochen*, Die Gegenleistung für den Erwerb einer Aktien bei Ausübung einer Call Option, AG 2003, 478; *ders.*, Die Gegenleistung für den Erwerb einer Aktien mittels Call Option, AG 2004, 344; *Wassermayer, Franz*, Der Erwerb eigener Anteile durch eine Kapitalgesellschaft – Überlegung zur Rechtsprechung des I. Senats des BFH, FS L. Schmidt, 1993, 621; *Wastl, Ulrich*, Erwerb eigener Aktien nach dem Referentenentwurf zur Änderung des AktG und des HGB, DB 1997, 461; *Wastl, Ulrich / Wagner, Franz / Lau, Thomas*, Der Erwerb eigener Aktien aus juristischer Sicht, 1997; *Weiss, Gunther A.*, Put Option auf eigene Aktien kraft Gesamtrechtsnachfolge?, AG 2004, 127; *Winter, Heinz*, Die wechselseitige Beteiligung von Aktiengesellschaften, 1960; *Wiederholt, Norbert*, Rückkauf eigener Aktien (§ 71 AktG) unter Einsatz von Derivaten, 2006; *Wieneke, Laurenz*, Der Einsatz von Aktien als Akquisitionswährung, NZG 2004, 61; *Wieneke, Laurenz / Förl, Thomas*, Die Einziehung neuer Aktien nach § 237 III Nr. 3 AktG – eine Lockerung des Grundsatzes der Vermögensbindung? AG 2005, 189; *Wiese, Götz Tobias*, Die steuerliche Behandlung des Aktienrückkaufs im Lichte des BMF-Schreibens vom 2.12.1998, DStR 1999, 187; *ders.*, KonTraG: Erwerb eigener Aktien und Handel in eigenen Aktien, DB 1998, 609; *Wilsing, Hans-Ulrich / Siebmann, Silja*, Die Wiederveräußerung eigener Aktien außerhalb der Börse gem. § 71 Abs.1 Nr.8 Satz 5 AktG, DB 2006, 881; *Winter, Heinz*, Die wechselseitige Beteiligung von Aktiengesellschaften, Köln, 1960 *Ziebe, Jürgen*, Die Regelung des Erwerbs eigener Aktien in den Mitgliedsstaaten der Europäischen Gemeinschaft, AG 1982, 175; *Zilius, Manfred / Lanfermann, Josef*, Die Neuregelung des Erwerbs und Haltens eigener Aktien (Teil I), WPg 1980, 61; (Teil II), WPg 1980, 89; *Zöllner, Wolfgang*, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsgewalt bei den

privatrechtlichen Personenverbänden, 1963; *Zulauf, Joos A.*, Die wechselseitige Beteiligung im schweizerischen Aktienrecht, 1974.

## **I. Einleitung**

Der Erwerb eigener Aktien ist in den letzten Jahren auch in Deutschland populärer geworden. Die meisten DAX-30 Unternehmen lassen sich routinemäßig zum Erwerb eigener Aktien ermächtigen und Rückkaufprogramme großen Umfangs sind an der Tagesordnung<sup>1</sup>. Von den 30iger Jahren des 20. Jahrhunderts bis 1998 waren Aktienrückkäufe in Deutschland indessen ein seltenes Phänomen. Die potentiellen Vorteile und Risiken, die mit dem Erwerb eigener Aktien verbunden sind, sind heute weitgehend dieselben wie vor 100 Jahren. Verändert hat sich aber die rechtspolitische Beurteilung dieses Instruments zur Ausschüttung von Gesellschaftsvermögen an die Aktionäre. Ursächlich für diesen Sinneswandel ist nicht zuletzt die zunehmende Kapitalmarktorientierung deutscher Aktiengesellschaften, die Aktienrückkäufe zur Beeinflussung finanzwirtschaftlicher Erfolgsparameter und damit auch zur Steigerung der Attraktivität der Aktie als Anlageform einsetzen. Gleichzeitig ist eine lange Zeit in Deutschland verbreitete Form der Unternehmensverflechtung, die auf dem mittelbaren Erwerb eigener Aktien basiert, nämlich die gegenseitige Beteiligung, dramatisch zurückgegangen. Zahlreiche Aktiengesellschaften haben ihre Beteiligungen an anderen Gesellschaften, die wiederum an ihnen beteiligt waren, zurückgeführt oder vollständig abgebaut und sich damit stärker als bisher für den Kapitalmarkt und für Übernahmen geöffnet. Zeitgleich mit diesen weitgehend kapitalmarktinduzierten Entwicklungen des Gesellschaftsrechts ist eine Übernahme von Funktionen, die herkömmlicherweise von den gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen über eigene Aktien wahrgenommen wurden, durch ausdifferenzierte kapitalmarktrechtliche Regelungen zu verzeichnen, die den Regelungsgehalt des aktienrechtlichen Normenbestandes nicht unverändert lässt. Die gesellschaftsrechtliche Regulierung eigener Aktien wird schließlich auch durch Innovationen im Bereich der Finanzinstrumente vor neue Herausforderungen gestellt. Mit Hilfe von Derivaten lassen sich die Wirkungen des Erwerbs und der Veräußerung eigener Aktien erreichen, ohne dass notwendigerweise diese Aktien übertragen werden müssten. In Anbetracht des Erfindungsreichtums der ökonomischen und juristischen Beratungspra-

---

<sup>1</sup> Siehe etwa FAZ v. 3. 6. 2006, S. 15: „Deutsche Bank will Aktien kaufen“; für die aktuelle Entwicklung in den USA: FAZ v. 20. 6. 2006, S.25: „Rekord bei Aktienrückkäufen in Amerika“; Danach haben die im S&P 500 abgebildeten Unternehmen im ersten Quartal 2006 mehr als \$ 100 Milliarden für den Erwerb eigener Aktien aufgewendet; FAZ v. 20. 2. 2006, S. 14, wonach allein Time Warner sein Aktienrückkaufprogramm von \$ 12,5 Milliarden auf \$ 20 Milliarden aufstocken will. Laut Ratingagentur Standard & Poor's haben europäische Konzerne im abgelaufenen Geschäftsjahr Aktien im Wert von 58 Mrd. Euro zurückgekauft, 59 Prozent mehr als im Vorjahr, vgl Handelsblatt v 14. 8. 2006, S. 1.

xis wird es in Zukunft verstärkt die Aufgabe von Rechtsprechung und Rechtswissenschaft sein, der auf Aktien zugeschnittenen gesetzlichen Regelung mit Hilfe des gängigen Normanwendungsinstrumentariums auch beim Einsatz derivativer Finanzinstrumente zur Geltung zu verhelfen.

## II. Ökonomische Grundlagen

### 1. Der Wert eigener Aktien für die Gesellschaft

Eigene Aktien stellen für die Gesellschaft keinen Vermögenswert dar<sup>2</sup>. Sie vermitteln der Gesellschaft lediglich eine Beteiligung an einem Vermögen, das ihr ohnehin bereits gehört und sind daher für die Gesellschaft „wertlose Rechtshülsen“<sup>3</sup>. Die Möglichkeit, eigene Aktien wieder zu veräußern, ändert daran nichts<sup>4</sup>. Die Gesellschaft muss keine eigenen Aktien erwerben, um am Kapitalmarkt Eigenkapital aufnehmen zu können<sup>5</sup>. Der Preis, den sie bei einer Veräußerung eigener Aktien erzielen kann, hängt allein von ihrem übrigen Vermögen und den daraus resultierenden Ertragsaussichten ab, während die eigenen Aktien selbst keinen Wert repräsentieren, der darüber hinausginge. Auch aus Sicht der Gläubiger sind eigene Aktien kein Gegenstand, der ihre Befriedigungsaussichten erhöhen würde. Der Wert der eigenen Aktien hängt vielmehr vollständig vom Wert des übrigen Gesellschaftsvermögens ab<sup>6</sup>. Aus demselben Grund würde auch ein Unternehmenskäufer für die eigenen Aktien nichts bezahlen<sup>7</sup>. Erwirbt er das Gesellschaftsvermögen, sind die eigenen Aktien für ihn ohne Interesse. Erfolgt der Unternehmenskauf im Wege des Aktienerwerbs, erwirbt der Käufer mit den außenstehenden Aktien zugleich die vollständige Beteiligung an den eigenen Aktien.

Eigene Aktien stellen danach weder für die Gesellschaft noch für ihre Aktionäre, Gläubiger oder für Dritte einen Vermögenswert dar. Da die Gesellschaft für den von ihr entrichteten Erwerbspreis keine für sie werthaltige Gegenleistung erhält, mindert ein entgeltlicher Erwerb eigener Aktien das Gesellschaftsvermögen ebenso wie eine Dividendenzahlung. Dennoch lassen sich mit einem Erwerb eigener Aktien weitergehende Wirkungen erzielen als mit ande-

---

<sup>2</sup> *Brodmann* Bank-Archiv 1932/33, 46, 47 f.; *Bezenberger*, Erwerb eigener Aktien durch die AG, 2002, Rn. 54 ff.; *Cahn*, Kapitalerhaltung im Konzern, 1998, S. 151 m. Nachw.; *Hirsch*, Der Erwerb eigener Aktien nach dem KonTraG, 2004, S. 226 ff., 234 f.; *Huber*, FS Duden, 1977, S. 137, 138 f.; *Thiel* FS L. Schmidt, 1993, S. 569, 570 ff.

<sup>3</sup> *Brodmann* Bank-Archiv 1932/33, 46, 47 f.

<sup>4</sup> So aber *Benckendorff*, Erwerb eigener Aktien im deutschen und US-amerikanischen Recht, 1998, S. 84 f.; *Johannsen-Roth*, Der Erwerb eigener Aktien, 2001, S. 66 ff.; *Lehmann*, Das Recht der Aktiengesellschaften, 1904, S. 78; *Lüken*, Der Erwerb eigener Aktien nach §§ 71 ff. AktG, 2004, S. 88 f.; ebenso mit Nachw. aus dem Steuerrecht *Hirsch* (Fn. 2), S. 229 Fn. 991 und S. 232 f.

<sup>5</sup> *Huber*, FS Duden, 1977, S. 137, 139.

<sup>6</sup> *Bezenberger* (Fn. 2), Rn. 56.

<sup>7</sup> *Bezenberger* (Fn. 2), Rn. 58.

ren Ausschüttungen. Inhalt und Umfang einer Regulierung des Erwerbs eigener Aktien hängen davon ab, ob diese Wirkungen erkannt und wie sie rechtspolitisch bewertet werden.

## **2. Vorteile des Erwerbs und der Verwendung eigener Aktien**

### **a) Auswirkungen des Erwerbs eigener Aktien auf die Unternehmensfinanzierung und den Kapitalmarkt**

Durch die mit einem Erwerb eigener Aktien verbundene Reduzierung des Eigenkapitalanteils können finanzwirtschaftliche Kennzahlen wie die Aktienrendite und der Ertrag je Aktie gesteigert werden<sup>8</sup>. Die mit einer solchen Änderung der Kapitalstruktur verbundene Hebelwirkung (leverage) wird zusätzlich erhöht, wenn der Aktienrückkauf durch Kredite finanziert wird<sup>9</sup>. Insbesondere in Niedrigzinsphasen kann so die Eigenkapitalrendite gesteigert werden, indem teures Eigenkapital durch billiges Fremdkapital ersetzt wird<sup>10</sup>. Dieser Effekt wird noch dadurch verstärkt, dass Fremdkapitalzinsen, im Gegensatz zu Dividendenzahlungen, steuerlich abzugsfähig sind<sup>11</sup>. Der Gewinn je Aktie steigt dabei so lange an wie der für die Finanzierung des Rückerwerbs aufgewendete Zinssatz (nach Steuern) unter der Nachsteuerrendite des Gesamtvermögens liegt<sup>12</sup>.

Ein Erwerb eigener Aktien wirkt wie eine (zeitweilige) Kapitalherabsetzung<sup>13</sup>. Soweit der Erwerb eigener Aktien nicht zur Einziehung erfolgt, können sie jederzeit wieder ausgegeben werden, ohne dass es einer Kapitalerhöhung bedürfte. Die Gesellschaft verfügt damit über ein bewegliches Kapital<sup>14</sup>, das sie etwa für kurzfristig durchzuführende Akquisitionen einsetzen kann<sup>15</sup>. In manchen Rechtsordnungen, insbesondere in den USA, müssen stille Reserven der

---

<sup>8</sup> BegrRegE KonTraG, BT-Drucks. 13/9712 v. 28. 1. 1998, S. 13; *Wastl/Wagner/Lau*, Der Erwerb eigener Aktien aus juristischer Sicht, 1997, S. 35 ff.; *Lüken* (Fn. 4), S. 69 ff.; *Benckendorff* (Fn. 4), S. 51 f.; *Johannsen-Roth* (Fn. 4), S. 32 f.; v. *Rosen/Helm* AG 1996, 434, 437; *Böhm* in: v. *Rosen/Seifert*, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, 1999, S. 327, 328, 331 f.; kritisch zu dieser Erklärung in Bezug auf Auktionsverfahren *Fried* 67 *University of Chicago Law Review* (2000), 421, 440: Dividendenausschüttung wäre ein einfacherer Weg. Einschränkung *Skog* ZGR 1997, 306, 309: Rendite je Aktie steigt nur, wenn Zahl der Anteile proportional stärker fällt als das Vermögen der Gesellschaft.

<sup>9</sup> *Hirsch* (Fn. 2), S. 42; *Böhm* (Fn. 8), S. 327, 328; zu den damit verbundenen Gefahren FAZ v. 22. 8. 2006, S. 17: „Aktienrückkäufe gefährden Unternehmensbonität – Amerikanische Konzerne finanzieren Ausschüttungen zunehmend mit Krediten/Anleihebesitzer besorgt“.

<sup>10</sup> *Huber*, FS Kropff, 1997, S. 101, 106; *Posner* AG 1994, 312, 314.

<sup>11</sup> *Posner* AG 1994, 312, 314; *Kopp*, Erwerb eigener Aktien, 1996, S. 117.

<sup>12</sup> *Böhm* (Fn. 8), S. 327, 335.

<sup>13</sup> *Benckendorff* (Fn. 4), S. 53 f.

<sup>14</sup> *Hirsch* (Fn. 2), S. 43; *Lüken* (Fn. 4), S. 72: Kapitalherabsetzung auf Zeit; *Huber*, FS Kropff, 1997, S. 101, 106, 111 f. Möglichkeit der Kapitalherabsetzung auf Zeit; *Lutter* AG 1997, Sonderheft, 52, 56 („pulsierendes“ Eigenkapital).

<sup>15</sup> Nach *Bosse*, NZG 2001, 594 dominierendes Motiv für Rückkäufe; *Johannsen-Roth* (Fn. 4), S. 43 ff.; *Kiem* ZIP 2000, 209, 210.

Zielgesellschaft beim Aktientausch nicht aufgedeckt werden; in diesem Fall sind deren Eigentümer bereit, bei den Preisverhandlungen auch den Steuervorteil zu berücksichtigen<sup>16</sup>.

Auch im Übrigen können eigene Aktien als Alternative zu oder als Ergänzung von Kapitalerhöhungen eingesetzt werden, etwa zur Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen<sup>17</sup>, zur Abwicklung von Verschmelzungen<sup>18</sup> oder zur Einführung an einer ausländischen Börse<sup>19</sup>.

Ein Erwerb eigener Aktien wird namentlich dann als vorzugswürdige Alternative gegenüber einer Dividendenzahlung angesehen, wenn die Gesellschaft, etwa als Folge einer Umstrukturierung, über erhebliche Barreserven verfügt, die sie ihren Aktionären im Wege einer über die übliche Dividende hinausgehenden Sonderausschüttung zukommen lassen will. Auf eine Herabsetzung des Dividendenniveaus in Folgejahren reagiert der Markt nicht selten mit Kursabschlägen. Demgegenüber erzeugt eine Ausschüttung im Wege des Erwerbs eigener Aktien keine erhöhte Dividendenerwartung und ermöglicht Dividendenkontinuität<sup>20</sup>. Anders als Dividendenausschüttungen können Aktienrückkäufe überdies grundsätzlich jederzeit während des Geschäftsjahres erfolgen<sup>21</sup>.

Nicht zuletzt kann der Erwerb eigener Aktien zur Stabilisierung des Kursniveaus eingesetzt werden<sup>22</sup> und damit die künftige Eigenkapitalaufnahme erleichtern. Bei Marktenge können Aktienrückkäufe durch die Gesellschaft oder einen für ihre Rechnung handelnden Dritten dazu beitragen, die für einen Handel notwendige Liquidität herzustellen. Bei einem allgemeinen Kursverfall können Rückkäufe durch die Gesellschaft das Absinken des Aktienkurses eindämmen<sup>23</sup>; so war etwa nach dem Börsensturz vom 19. 10. 1987 der Kursverlust bei denjenigen US-Gesellschaften, die 5% - 7% eigene Aktien erwarben, signifikant geringer als bei Gesellschaften, die keine Rückkäufe durchführten<sup>24</sup>. Die Herabsetzung der Volatilität und die Verstetigung des Börsenkurses senkt die von den Aktionären in Form von Dividenden geforderte Risikoprämie<sup>25</sup>. Volkswirtschaftlich trägt der Aktienruckerwerb auf diese Weise zur Er-

<sup>16</sup> Böhm (Fn. 8), S. 327, 333.

<sup>17</sup> Lüken (Fn. 4), S. 77 f.; Benckendorff (Fn. 4), S. 63 f.; Escher-Weingart/Kübler ZHR 162 (1998), 537, 552 f.

<sup>18</sup> Benckendorff (Fn. 4), S. 66 f.

<sup>19</sup> Lüken (Fn. 4), S. 75.

<sup>20</sup> Wastl/Wagner/Lau (Fn. 8), S. 34 f.; Bezzenberger (Fn. 2), Rn. 75; Lüken, (Fn. 4), S. 70 f., 307 f.; Benckendorff (Fn. 4), S. 55 f.; Huber, FS Kropff, 1997, S. 101, 106; v. Rosen/Helm AG 1996, 434, 437; Kellerhals/Rausch AG 2000, 222, 223; kritisch zu diesem Erklärungsansatz Leithaus, Die Regelungen des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland und den Niederlanden, 2000, S. 33 f.; Skog ZGR 1997, 306, 309.

<sup>21</sup> Skog ZGR 1997, 306, 309.

<sup>22</sup> Kopp (Fn. 11), S. 46 ff.; Lüken (Fn. 4), S. 74 f.; Benckendorff (Fn. 4), S. 58; Escher-Weingart/Kübler ZHR 162 (1998), 537, 554; v. Rosen/Helm AG 1996, 434, 437.

<sup>23</sup> Wastl/Wagner/Lau (Fn. 8), S. 32 ff.; Johannsen-Roth (Fn. 4), S. 31; Lüken (Fn. 4), S. 75; Escher-Weingart/Kübler ZHR 162 (1998), 537, 554.

<sup>24</sup> Oechsler in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 1; Bezzenberger (Fn. 2), Rn. 76; Hirsch, (Fn. 2), S. 48 f.

<sup>25</sup> Kellerhals/Rausch AG 2000, 222, 223.

höhung der Attraktivität der Aktie für das breite Anlegerpublikum bei<sup>26</sup>. Sofern die Gesellschaft die Aktien nicht ohne Bekanntgabe ihrer Erwerbspläne über die Börse erwirbt, sondern offen als Interessentin für eigene Aktien in Erscheinung tritt, werden die Auswirkungen, die ihre Nachfrage auf den Börsenkurs hat, nach verbreiteter Einschätzung durch marktpsychologische Momente verstärkt. Das hierfür überwiegend herangezogene Erklärungsmodell versteht den Aktienrückkauf als Signal an den nicht informationseffizienten Kapitalmarkt, dass die Verwaltung die Aktie für unterbewertet hält und die zukünftige Gewinnentwicklung positiver einschätzt, als der Markt annimmt (sog. signaling)<sup>27</sup>. Der Einsatz von verfügbaren Mitteln für den Erwerb eigener Aktien wird dabei als stärkeres Argument angesehen als die bloße Bekanntgabe der Einschätzung des Managements<sup>28</sup>.

### **b) Auswirkungen für die Aktionäre und Optionsinhaber**

Die verbleibenden Aktionäre profitieren mittelbar von den Vorteilen, die ein Aktienrückkauf für die Unternehmensfinanzierung mit sich bringt, namentlich von einer höheren Aktienrendite und einer Steigerung des Aktienkurses<sup>29</sup>. Dabei kommt ihnen auch zugute, dass Aktienrückkäufe dem Vorstand die Möglichkeit bieten, überschüssige Liquidität, für die er keine hinreichend ertragversprechende Verwendungsmöglichkeit sieht, an die Aktionäre auszuschütten, statt sie für Prestigeinvestitionen zu verwenden<sup>30</sup>. Aktienrückkäufe können den Aktionären aber darüber hinaus eine ganze Reihe weiterer Vorteile bieten.

Sie geben zunächst jedem einzelnen Aktionär die Freiheit zu entscheiden, ob er einen Rückwerb und damit eine Ausschüttung oder den Verbleib in der Gesellschaft vorzieht, je nachdem, ob er den Kaufpreis oder eine durch das Rückkaufprogramm verursachte Kurssteigerung höher eingeschätzt<sup>31</sup>. Auch steuerliche Erwägungen, die bei verschiedenen Aktionären unterschiedlich gelagert sein können, spielen hierbei eine Rolle<sup>32</sup>. Bei Überschreitung der Spekulationsfrist können die an einer Ausschüttung interessierten Aktionäre einen Kursgewinn steuer-

<sup>26</sup> Lüken (Fn. 4), S. 74 f.; Benckendorff (Fn. 4), S. 58; Escher-Weingart/Kübler ZHR 162 (1998), 537, 554; v. Rosen/Helm AG 1996, 434, 437.

<sup>27</sup> Hampel, Erwerb eigener Aktien und Unternehmenskontrolle, 1994, S. 36 ff.; 48 ff.; Kopp (Fn. 11), S. 110 ff.; Escher-Weingart/Kübler ZHR 162 (1998), 537, 554; Kellerhals/Rausch AG 2000, 222, 24; Posner AG 1994, 312, 314.

<sup>28</sup> Kopp (Fn. 11), S. 112 f., 118 ff.; Lüken (Fn. 4), S. 72 ff., 310 f.; Posner AG 1994, 312, 314; Böhm (Fn. 8), S. 327, 334 f.; Darstellung und Kritik der signaling theory bei Fried 67 University of Chicago Law Review (2000), 421, 441 ff.

<sup>29</sup> Hirsch (Fn. 2), S. 51 f.; Johannsen-Roth (Fn. 4), S. 40 ff.; Kellerhals/Rausch AG 2000, 222, 223.

<sup>30</sup> Benckendorff (Fn. 4), S. 51; Wastl/Wagner/Lau (Fn. 8), S. 31 f.; vgl. bereits Keyssner, Die Aktiengesellschaften und die Kommanditgesellschaften auf Aktien unter dem Reichs-Gesetz vom 11. Juni 1870, 1873, S. 224 f.

<sup>31</sup> Hampel (Fn. 27), S. 10; Huber, FS Kropff, 1997, S. 101, 108; Skog ZGR 1997, 306, 309: Anleger mit hoher kurzfristiger Gewinnerwartung können verkaufen, solche mit niedriger kurzfristiger Gewinnerwartung ihre Aktien behalten; v. Rosen/Helm AG 1996, 434, 437.

<sup>32</sup> Posner AG 1994, 312, 315.



frei vereinnahmen, während sie Dividendenzahlungen versteuern müssten<sup>33</sup>. Für die verbleibenden Aktionäre bleibt ein etwaiger Wertzuwachs ihrer Beteiligung infolge des Rückkaufs und der damit verbundenen Erhöhung ihrer Beteiligungsquote ohnehin steuerfrei<sup>34</sup>. In nicht börsennotierten Gesellschaften gibt es möglicherweise gar keinen anderen Weg für Aktionäre, aus der Gesellschaft auszuscheiden, als die Aktien an die Gesellschaft selbst zu veräußern<sup>35</sup>.

Der Erwerb eigener Aktien wird bisweilen auch als Instrument zur Verbesserung der Unternehmenskontrolle angesehen, weil durch die Erhöhung der Beteiligungsquote der verbleibenden Aktionäre der Anreiz erhöht werde, Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft zu nehmen und Kontrolle über die Verwaltung auszuüben<sup>36</sup>.

Aktienrückkäufe können zur Erhöhung des ausschüttungsfähigen Gewinns für die verbleibenden Aktionäre eingesetzt werden, indem die Gesellschaft mit besonders hoher Vorzugsdividende ausgestattete Aktien erwirbt<sup>37</sup>.

Schließlich besteht aus Sicht der Inhaber von Aktienoptionen, insbesondere also des Managements, der Vorteil eines Aktienrückkaufs gegenüber Dividendenzahlungen als Ausschüttungsmechanismus darin, dass der Aktienrückkauf nicht oder jedenfalls nicht zu so hohen Kursrückgängen führt wie eine Dividende. Während die Dividendenzahlung den anteiligen Unternehmenswert je Aktie und damit auch den Wert der Aktienoptionen mindert, sofern nicht nach den Optionsbedingungen der Ausübungspreis entsprechend herabgesetzt wird, führt der Aktienruckerwerb zugleich zu einer Reduzierung der stimm- und dividendenberechtigten Aktien, so dass der Unternehmenswert je außenstehender Aktie und damit auch der Börsenkurs und der Wert der Optionen nicht sinkt<sup>38</sup>.

### **c) Erwerb eigener Aktien als Mittel zur Einflussnahme auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises**

Durch einen unregulierten Rückerwerb eigener Aktien kann die Gesellschaft in vielfältiger Weise auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises Einfluss nehmen.

<sup>33</sup> Benckendorff (Fn. 4), S. 54.; Johannsen-Roth (Fn. 4), S. 38; Kellerhals/Rausch AG 2000, 222, 223.

<sup>34</sup> Dazu aus Sicht der benachteiligten Aktionäre Lüken (Fn. 4), S. 155 f.; für die U.S.A. Fried 67 University of Chicago Law Review (2000), 421, 427, Fn. 26.

<sup>35</sup> Lüken (Fn. 4), S. 79 f.

<sup>36</sup> Hampel (Fn. 27), S. 47 f.; Lüken (Fn. 4), S. 312 f.; Hirsch (Fn. 2), S. 56 ff.

<sup>37</sup> Escher-Weingart/Kübler ZHR 162 (1998), 537, 554.

<sup>38</sup> Fried 67 University of Chicago Law Review (2000), 421, 427 Fn. 27.

Aus der Perspektive der Verwaltung besonders attraktiv ist naheliegenderweise die Möglichkeit, eine Übernahme der Gesellschaft zu erschweren<sup>39</sup>. Da zunächst die Aktionäre ihre Aktien veräußern werden, die ihren Anteilen den geringsten Wert beimessen, verbleiben diejenigen Aktionäre in der Gesellschaft, die nur zu einem höheren Preis oder überhaupt nicht zu veräußern bereit sind<sup>40</sup>. Aktienrückkäufe sind daher geeignet, den Preis für einen Kontrollerwerb zu erhöhen. Dieser Effekt wird häufig noch dadurch verstärkt, dass Rückkäufe trotz des damit verbundenen Liquiditätsabflusses den Kurs der Aktie und damit den Börsenwert der Gesellschaft steigern können<sup>41</sup>. Zugleich erhöht sich das Stimmengewicht der verbleibenden Insider, insbesondere des Managements, die an einem Kontrollwechsel nicht interessiert sind. Darüber hinaus verringert der Rückerwerb das liquide Gesellschaftsvermögen und damit auch die Möglichkeit, eine Akquisition aus Mitteln der Gesellschaft zu finanzieren<sup>42</sup>. Die Erfolgsaussichten eines Übernahmeversuchs sinken daher, obwohl sich durch den Aktienrückkauf die Zahl der stimmberechtigten Aktien verringert und ein Übernahmeinteressent folglich auch nur eine geringere Zahl von Aktien erwerben muss, um die Kontrolle zu erlangen<sup>43</sup>. Eine Dividendenausschüttung in gleicher Höhe würde demgegenüber nur insoweit als Abwehrmittel wirken, als sie die liquiden Mittel und den Unternehmenswert reduziert und damit die Gesellschaft als Ziel weniger attraktiv macht.

Eigene Aktien können aber auch dadurch zur Abwehr von Übernahmeversuchen eingesetzt werden, dass vorsorglich eine Kapitalerhöhungsreserve aufgebaut wird, die bei drohender Übernahme zur Verwässerung der Quote des Bieters auf dem Markt verkauft oder, wenn entsprechende Ermächtigung der Hauptversammlung vorliegt, an einen befreundeten Investor abgegeben werden kann. Zusätzlich kann die Gesellschaft von der Möglichkeit der Kapitalerhöhung mit vereinfachtem Ausschluss des Bezugsrechts Gebrauch machen. Durch eine Kombination beider Maßnahmen wäre eine Quotenverwässerung von bis zu 20% des Kapitals möglich<sup>44</sup>.

---

<sup>39</sup> Schlitt in: MünchKomm AktG, § 33 WpÜG Rn. 91; Krause/Pötzsch in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 2005, § 33 Rn. 92; Kopp (Fn. 11), S. 41 ff.; Bezenberger (Fn. 2), Rn. 77; Johannsen-Roth (Fn. 4), S. 47 ff.; Huber, FS Kropff, 1997, S. 101, 106; Hirsch, (Fn. 2), S. 58; Lüken, (Fn. 4) S. 76 f., 286 ff.; Benckendorff (Fn. 4), S. 60 ff.; Berrar/Schnorbus ZGR 2003, 59, 100 ff.; Fried 67 University of Chicago Law Review (2000), 421, 422.

<sup>40</sup> Böhm (Fn. 8), S. 327, 336; Kopp (Fn. 11), S. 42; Kellerhals/Rausch AG 2000, 222, 224; Hirsch (Fn. 2), S. 58 f.; Benckendorff (Fn. 4), S. 62.

<sup>41</sup> Hirsch (Fn. 2), S. 57.

<sup>42</sup> Hirsch (Fn. 2), S. 57; Kellerhals/Rausch AG 2000, 222, 224.

<sup>43</sup> Benckendorff (Fn. 4), S. 62; Hirsch (Fn. 2), S. 58 f.; skeptischer Bezenberger (Fn. 2), Rn. 51 Fn. 92; Lüken (Fn. 4), S. 97; Berrar/Schnorbus ZGR 2003, 59, 103 Fn. 190.

<sup>44</sup> Böhm (Fn. 8), S. 327, 337

Insbesondere in personalistischen, nicht börsennotierten Gesellschaften kann ein Erwerb eigener Aktien auch unabhängig von Übernahme-situationen der Kontrolle der Zusammensetzung des Aktionärskreises dienen<sup>45</sup>. Sofern Dritte nicht in die Gesellschaft aufgenommen werden sollen und die anderen Aktionäre nicht dazu bereit oder in der Lage sind, die Anteile eines veräußerungswilligen Aktionärs entsprechend ihren bisherigen Beteiligungsquoten zu übernehmen, kann ein Erwerb durch die AG das Ausscheiden ermöglichen, ohne dass die Machtverhältnisse innerhalb der Gesellschaft sich verschieben. Ein Erwerb eigener Aktien kann in solchen Gesellschaften aber auch zur Auflösung von Patt-Situationen im Anteilseignerkreis eingesetzt werden<sup>46</sup>. Selbst ein Erwerb eigener Aktien, um eine opponierende Minderheit auszukaufen, ist unter derartigen Umständen nicht den Bedenken ausgesetzt, die gegen den Auskauf lästiger Anfechtungsklagen im Hinblick auf die Kontrolle des Verhaltens der Gesellschaftsorgane auf seine Rechtmäßigkeit hin geltend gemacht werden<sup>47</sup>. In personalistischen Gesellschaften kann vielmehr ein Erwerb durch die Gesellschaft unter Umständen der einzige gangbare Weg sein, um dauerhafte Konflikte zwischen Mehrheit und Minderheit zu bereinigen, indem der Minderheit das Ausscheiden aus der Gesellschaft ermöglicht wird<sup>48</sup>.

Aktienrückkäufe zum Auskauf von Kleinaktionären können schließlich schlicht dazu dienen, durch Streubesitz verursachte unverhältnismäßige Verwaltungskosten zu reduzieren<sup>49</sup> oder einen Rückzug von der Börse vorzubereiten<sup>50</sup>.

### **3. Nachteile und Gefahren des Erwerbs und der Verwendung eigener Aktien**

Den Vorteilen, die ein Erwerb eigener Aktien mit sich bringen kann, steht allerdings eine Reihe von Nachteilen und Gefahren gegenüber.

#### **a) Gefahren für die Gesellschaftsgläubiger**

Die Gesellschaft erwirbt in Gestalt eigener Aktien nur eine Beteiligung an einem Vermögen, das ihr ohnehin bereits gehört. Ihr Vermögen wird also durch die eigenen Aktien nicht vermehrt<sup>51</sup>. Die Zahlung des Erwerbspreises für eigene Aktien stellt in der Sache eine Kapitalrückzahlung dar, die den Verschuldungsgrad, die Risikoneigung der Eigenkapitalgeber und

<sup>45</sup> Wastl/Wagner/Lau (Fn. 8), S. 40 f.; Benckendorff (Fn. 4), S. 64 f.; Hirsch (Fn. 2), S. 65 ff.; Johannsen-Roth (Fn. 4), S. 50 ff.; Leithaus (Fn. 20), S. 27, 32 f.

<sup>46</sup> BegrRegE KonTraG, BT-Drucks. 13/9712 v. 28. 1. 1998, S. 14.

<sup>47</sup> Grundlegend zu den Bedenken gegen den Abkauf von Anfechtungsklagen Lutter ZGR 1978, 347, 356 ff.; kritisch dazu wiederum etwa Martens AG 1988, 118, 119 ff.

<sup>48</sup> Lüken (Fn. 4), S. 76; Escher-Weingart/Kübler ZHR 162 (1998), 537, 553.

<sup>49</sup> Kopp (Fn. 11), S. 40 f.; Johannsen-Roth (Fn. 4), S. 55; Escher-Weingart/Kübler ZHR 162 (1998), 537, 553; Kellerhals/Rausch AG 2000, 222, 224.

<sup>50</sup> Hirsch (Fn. 2), S. 67 f.; Lüken (Fn. 4), S. 79.; Escher-Weingart/Kübler ZHR 162 (1998), 537, 553, 557.

<sup>51</sup> Ausführlich dazu Bezenberger (Fn. 2), Rn. 54-59.

damit auch die Insolvenzanfälligkeit der Gesellschaft erhöht<sup>52</sup>. Da der Wert der Aktien vollständig vom Wert des sonstigen Gesellschaftsvermögens abhängt, bieten sie als Vollstreckungsgegenstand keine zusätzliche Sicherheit.

Der Einwand, diese Sichtweise berücksichtige nicht hinreichend die Doppelnatur der Aktie als Mitgliedschaftsrecht und als verkehrsfähiges Wertpapier, dessen Wert nicht davon abhängen könne, in wessen Hand es sich befinde<sup>53</sup>, trifft nicht zu, wie der Extremfall des Erwerbs aller Aktien im Austausch gegen das gesamte Vermögen der AG besonders deutlich zeigt. Der Umstand, dass nach geltendem Recht eigene Aktien in der Regel<sup>54</sup> mit dem Anschaffungswert nach §§ 266 Abs. 2 B III 2 iVm 253 Abs. 1 S. 1 HGB zu bilanzieren sind<sup>55</sup>, besagt demgegenüber schon deswegen nichts, weil diese Bilanzposition nach § 272 Abs. 4 HGB iVm § 71 Abs. 2 S. 2 AktG durch eine aus freien Mitteln zu bildende Rücklage neutralisiert werden muss. Im Übrigen ändern auch gesetzliche Rechnungslegungsregeln nichts am wirtschaftlichen Gehalt eines Gegenstandes.

Eine Aktivierung eigener Aktien verschärft vielmehr tendenziell die Gefahren, die aus Gläubigersicht mit dem Erwerb verbunden sind. Verschlechtert sich die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft, müssen zugleich die eigenen Aktien auf den Teilwert abgeschrieben werden. Die Gläubiger sind daher mit der Gefahr konfrontiert, dass es in der Krise der Gesellschaft zu einem Zusammentreffen von Verlusten aus dem laufenden Geschäft und Verlusten aus einer daraus resultierenden Neubewertung der Aktien kommen kann<sup>56</sup>. Diese Gefahr wird auch durch eine bilanzielle Neutralisierung durch eine Rücklage für eigene Aktien nicht vollständig beseitigt, denn eine Entwertung der Aktie aufgrund von Verlusten hat zur Folge, dass der in Höhe des Erwerbspreises gebildeten Rücklage kein gleich hohes Aktivum mehr gegenübersteht und die bilanzielle Lage sich dadurch doppelt verschlechtert<sup>57</sup>.

## **b) Gefahren für die aktienrechtliche Kompetenzordnung**

Ohne Regulierung des Erwerbs und der Rechte, die der Gesellschaft aus eigenen Aktien zustehen, bestünde die Gefahr einer Aushöhlung der aktienrechtlichen Kompetenzordnung, denn wenn der Vorstand das Stimmrecht aus eigenen Aktien ausüben dürfte, könnte er, ohne eigenen Aktienbesitz zu halten, auf die Entscheidungen der Hauptversammlung Einfluss

<sup>52</sup> Kopp (Fn. 11), S. 56 f.; Peltzer WM 1998, 322, 327; vgl. auch Handelsblatt v. 14. 8. 2006, S. 1: „Aktienrückkäufe stoßen auf Skepsis“.

<sup>53</sup> Siehe oben, II. 1.; Wastl/Wagner/Lau (Fn. 8), S. 55

<sup>54</sup> Eine Ausnahme sieht § 272 Abs. 1 S. 4 bis 6 HGB vor.

<sup>55</sup> Wastl/Wagner/Lau (Fn. 8), S. 55 f.

<sup>56</sup> Huber, FS Duden, 1977, S. 137, 139; Oechsler ZHR 170 (2006), 72, 75 m. Nachw.; Habersack ZIP 2004, 1121, 1122.

<sup>57</sup> Zutr. Huber, FS Kropff, 1997, S. 101, 122; aA offenbar Oechsler ZHR 170 (2006), 72, 75 f.

nehmen. Selbst bei einem Ruhen des Stimmrechts aus eigenen Aktien könnte die Verwaltung sich unliebsamer Aktionäre durch den Erwerb ihrer Aktien entledigen<sup>58</sup>. Opposition gegen die Geschäftsleitung muss aber nicht durch das Streben nach Sondervorteilen motiviert sein, sondern kann durchaus im Interesse der Gesellschaft liegen. Die Einflussnahme auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises, die ein unregulierter Erwerb eigener Aktien ermöglichen würde, ist also keineswegs per se als positiv zu bewerten. Vielmehr besteht hier ein ernstzunehmendes Risiko der Emanzipation der Verwaltung von den Eigenkapitalgebern<sup>59</sup>.

### c) Gefahren für die Aktionäre

Die Aktionäre müssen vor einer Ungleichbehandlung bei Erwerb und Veräußerung eigener Aktien geschützt werden. Bei einem ungleichmäßigen Erwerb erhalten einzelne Aktionäre eine Kapitalrückzahlung, während die anderen weiterhin das mit der Eigenkapitalgeberstellung verbundene Verlustrisiko tragen<sup>60</sup>, das sich infolge des Entzugs von Eigenkapital durch die Zahlung des Erwerbspreises erhöhen kann. Ein ungleichmäßiger Erwerb eigener Aktien wirkt sich insbesondere dann zum Nachteil der verbleibenden Aktionäre aus, wenn die Aktien zu einem höheren Preis als dem aktuellen Kurs erworben werden, wie das in der Weltwirtschaftskrise im Verhältnis zu Großaktionären nicht selten der Fall war<sup>61</sup>. Selbst bei angemessener Gegenleistung liegt aber eine Benachteiligung der übergangenen Aktionäre vor, wenn diese keine Möglichkeit haben, ihre Aktien zu denselben Bedingungen an Dritte zu veräußern. In jedem Fall übernimmt die Gesellschaft mit den eigenen Aktien das Risiko, dass eine erneute Ausgabe nur mit Verlust möglich ist, der wiederum die Gewinnanteile der verbleibenden Aktionäre schmälert<sup>62</sup>. Umgekehrt kann bei asymmetrischer Informationsverteilung ein Erwerb eigener Aktien für eine zwar über dem Marktpreis, aber unter ihrem inneren Wert liegende Gegenleistung die verbleibenden Aktionäre begünstigen.

Eine Ungleichbehandlung bei der Veräußerung eigener Aktien wirkt wie Bezugsrechtsausschluss<sup>63</sup>. Ebenso wie bei einer Kapitalerhöhung droht den Aktionären bei zu billiger Ausgabe der Aktien an Dritte eine Verwässerung des Wertes ihrer Beteiligung. Bezogen auf die Verhältnisse nach dem Erwerb der eigenen Aktien führt die Ausgabe an Dritte oder an einzelne Aktionäre auch zu einer Verwässerung der Beteiligungsquote.

<sup>58</sup> Hirsch (Fn. 2), S. 99; Lüken (Fn. 4), S. 93 f.; Huber, FS Duden, 1977, S. 137, 141; v. Rosen/Helm AG 1996, 434, 438.

<sup>59</sup> Huber, FS Duden, 1977, S. 137, 141.

<sup>60</sup> v. Rosen/Helm AG 1996, 434, 437; Peltzer WM 1998, 322, 327.

<sup>61</sup> Vgl. dazu Maltschew, Der Rückerwerb eigener Aktien in der Weltwirtschaftskrise 1929-1931, 2004, S. 122 f.; Peltzer WM 1998, 322, 327.

<sup>62</sup> Lüken (Fn. 4), S. 96.

<sup>63</sup> Hirsch (Fn. 2), S. 99; Lüken (Fn. 4), S. 95; Huber, FS Duden, 1977, S. 137, 139 f.

#### **d) Gefahren für die Gesellschaft**

Für die Gesellschaft kann die Investition in eigene Aktien eine unproduktive Bindung von Mitteln bedeuten, wenn eine Weiterveräußerung nicht oder nicht ohne Verlust möglich ist. In jedem Fall mindert die Zahlung des Erwerbspreises das für die Finanzierung der Geschäftstätigkeit verfügbare Eigenkapital<sup>64</sup>. Wird der Aktienerwerb mit dem Fehlen hinreichend alternativer Anlagemöglichkeiten mit hinreichenden Ertragsaussichten begründet, kann dies schließlich zum Verlust des Vertrauens in die unternehmerischen Qualitäten des Managements beitragen<sup>65</sup>.

#### **e) Gefahren für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und des Marktes für Unternehmenskontrolle**

Beim Erwerb eigener Aktien trifft die Verwaltung die Erwerbsentscheidung für die Gesellschaft. Damit besteht die Gefahr von Insidergeschäften<sup>66</sup>. Bereits der Plan, eigene Aktien zu erwerben, kann, je nach dem Erwerbsvolumen, ein Umstand mit erheblichem Einfluss auf den Aktienkurs sein. Solange sich die Gesellschaft aber darauf beschränkt, ihren Erwerbsentschluss auszuführen, verwendet sie dieses Insiderwissen nicht, sondern setzt lediglich ihren eigenen Plan um. Dagegen nutzt die Gesellschaft in unzulässiger Weise einen Informationsvorsprung zum Nachteil der veräußernden Aktionäre aus, wenn sie im Wissen um nicht öffentlich bekannte Umstände, aufgrund derer die Aktie unterbewertet erscheint, eigene Aktien erwirbt oder in Kenntnis von Umständen, deren Bekanntwerden zu einem nicht unerheblichen Kursrückgang führen würde, eigene Aktien wieder veräußert. Die für einen Erwerb eigener Aktien maßgebliche Einschätzung des Vorstandes, die Aktie sei unterbewertet, darf daher nicht auf konkreten, nicht öffentlich bekannten Umständen beruhen, sondern allenfalls auf einer positiveren Einschätzung der Aussichten der Gesellschaft, wie sie sich aus den allgemein zugänglichen Informationen darstellen.

Neben der Gefahr von Insidergeschäften birgt der Erwerb eigener Aktien das Risiko einer Verfälschung des Aktienkurses. Da die Gesellschaft in Gestalt eigener Aktien keinen zusätzlichen Wert erwirbt, unterscheiden sich ihre Erwerbsmotive grundsätzlich von denen anderer Marktteilnehmer. Dabei ist nicht zuletzt der Umstand von Bedeutung, dass ein hoher Aktienkurs der effektivste Schutz gegen feindliche Übernahmen und damit ein Mittel zur Sicherung der Stellung des Vorstands ist. Tritt die AG in nennenswertem Umfang als anonyme Käuferin eigener Aktien auf, kann der Eindruck einer in Wahrheit nicht bestehenden Nachfrage entste-

---

<sup>64</sup> Lükken (Fn. 4), S. 82 f., 93.

<sup>65</sup> Lükken (Fn. 4), S. 83 f.

<sup>66</sup> Hirsch (Fn. 2), S. 122 ff.; Johannsen-Roth (Fn. 4), S. 89 ff; Lükken (Fn. 4), S. 101 f.

hen<sup>67</sup>. Aber auch wenn die Gesellschaft offen als Erwerberin in Erscheinung tritt, um dem Markt ihre Einschätzung zu signalisieren, die Aktie sei unterbewertet<sup>68</sup>, lässt sich die Gefahr einer Kursmanipulation nicht von der Hand weisen<sup>69</sup>. Ob dieses Risiko in Kauf genommen werden sollte, weil der Verwaltung kein anderes vergleichbar effektives Mittel zur Verfügung steht, um dem Markt seine Einschätzung über Fehlbewertungen der Aktie zu vermitteln<sup>70</sup>, wird zunehmend in Zweifel gezogen<sup>71</sup>. Sofern sich das Management nicht verpflichtet, ein Erwerbsangebot der Gesellschaft nicht für eigene Rechnung wahrzunehmen, besteht die Gefahr, dass Aktienrückkäufe durch das Streben motiviert sind, den Kurs der Aktien oder Optionen der Insider zu steigern<sup>72</sup>. Selbst wenn aber das Management von dem Erwerbsangebot der Gesellschaft keinen Gebrauch macht, kann es von einer durch den Rückerwerb ausgelösten Kursteigerung profitieren, indem es seine Aktien am Markt veräußert, bevor die Unrichtigkeit des Signals, die Gesellschaft sei unterbewertet, erkennbar wird und der Preis sinkt. Gerade das tun Insider aber nach einer jüngeren US-amerikanischen Studie in etwa 40% der Festpreisangebote und beinahe der Hälfte der Preisspannenangebote. Überdies verpflichtet sich nach dieser Studie das Management lediglich in 24% der Festpreisangebote und in 9% der Preisspannenangebote, diese Angebote nicht selbst anzunehmen<sup>73</sup>. Selbst wenn aber der Rückkaufspreis im Verhältnis zum inneren Wert zu niedrig angesetzt wird, können Insider davon profitieren. Wenn sie ihre Aktien nicht veräußern, kommen sie in den Genuss einer höheren Beteiligung, ohne dafür eigene Mittel aufwenden zu müssen; dabei steigt der Wert ihrer Anteile um die Differenz zwischen dem Rückerwerbspreis und dem „wirklichen“ höheren Wert der zurückgekauften Anteile<sup>74</sup>. Ein alternativer Erklärungsansatz für den Erwerb eigener Aktien lautet daher, dass Rückkaufsangebote statt der vergleichsweise kostengünstigeren Alternativen der Dividendenausschüttung oder des anonymen Erwerbs über die Börse

---

<sup>67</sup> Vgl. bereits *Lehmann*, (Fn. 4), S. 79; Täuschung des Publikums über kursrelevante Tatsachen, *Lüken* (Fn. 4), S. 100; *Johannsen-Roth* (Fn. 4), S. 87 f.; *Schäfer* WM 1999, 1345, 1352; v. *Rosen/Helm* AG 1996, 434, 437; kritisch gegenüber jeder Kurspflege *Lutter* AG 1997, August-Sonderheft, 52, 56.

<sup>68</sup> *Lüken* (Fn. 4), S. 72 ff., 310 f.; *Posner* AG 1994, 312, 314; *Böhm* (Fn. 8), S. 327, 334 f.; Darstellung und Kritik der signaling theory bei *Fried* 67 University of Chicago Law Review (2000), 421, 441 ff.

<sup>69</sup> Vgl. bereits *Lehmann*, (Fn. 4), S. 79; Täuschung des Publikums über kursrelevante Tatsachen, *Lüken* (Fn. 4), S. 100; *Schäfer* WM 1999, 1345, 1352; v. *Rosen/Helm* AG 1996, 434, 437; kritisch gegenüber jeder Kurspflege *Lutter* AG 1997, Sonderheft, 52, 56.

<sup>70</sup> *Lüken* (Fn. 4), S. 72 ff., 310 f.; *Posner* AG 1994, 312, 314; *Böhm* (Fn. 8), S. 327, 334 f.; Darstellung und Kritik der „signaling theory“ bei *Fried* 67 University of Chicago Law Review (2000), 421, 441 ff.

<sup>71</sup> Ausführlich dazu in jüngerer Zeit *Fried* 67 University of Chicago Law Review (2000), 421, 441 ff.

<sup>72</sup> Wenn der Ausübungspreis dem Aktienkurs zu einem bestimmten Zeitpunkt oder dem Durchschnittskurs innerhalb eines bestimmten Zeitraums entspricht, kann umgekehrt der Anreiz bestehen, durch Veräußerung eigener Aktien den Kurs zu senken um damit die Gewinnchancen für die Optionsinhaber zu erhöhen, vgl. *Wall Street Journal* v. 18. 3. 2006, S. A1

<sup>73</sup> *Fried* 67 University of Chicago Law Review (2000), 421, 449 f.

<sup>74</sup> *Fried* 67 University of Chicago Law Review (2000), 421, 453 ff.

eingesetzt werden, weil sie größeres Potential für eine Beeinflussung des Kurses im Interesse von Insidern bieten<sup>75</sup>.

Schließlich ist der Einsatz von Aktienrückkäufen als Mittel zur Abwehr von Übernahmeversuchen problematisch, weil die Gefahr von Unternehmensübernahmen die Verwaltung disziplinieren und die vor allem in Publikumsgesellschaften zu verzeichnende Ineffizienz der Aktionärskontrolle ausgleichen soll. Der Einsatz von Gesellschaftsvermögen durch das Management, um durch Aktienrückkäufe die eigene Position zu stärken, läuft dem Anliegen einer Marktkontrolle der Unternehmensleitung zuwider<sup>76</sup>.

#### 4. Fazit

Die Beurteilung des Erwerbs eigener Aktien fällt danach nicht eindeutig aus. Manche der damit verbundenen Folgen stellen sich in Abhängigkeit von dem angelegten Maßstab als Vorteile oder Gefahren dar. Sieht man in der Aktiengesellschaft nicht lediglich ein Instrument zur Gewinnmaximierung für die Eigenkapitalgeber, sondern eine auch dem Gemeinwohl verpflichtete Veranstaltung und versteht man dementsprechend das Unternehmensinteresse als Ergebnis eines Ausgleichs der auf die Gesellschaft bezogenen Belange der Aktionäre, der Gläubiger, der Arbeitnehmer und der Allgemeinheit, liegt es zumindest nicht fern, im fortbestand und in der Erhaltung der Selbständigkeit der Gesellschaft Werte zu sehen, zu deren Verwirklichung der Erwerb eigener Aktien einen positiven Beitrag leisten kann. Dagegen wird man dem Einsatz eines Aktienruckerwerbs zur Verteidigung gegen Übernahmen sehr viel zurückhaltender gegenüberstehen, wenn man in der Möglichkeit von Unternehmensübernahmen ein Mittel zur Kontrolle der Verwaltung und zur Steigerung des Unternehmenswertes für die Aktionäre sieht. Ähnlich ambivalent stellen sich Aktienrückkäufe im Hinblick auf die damit verbundene Auszahlung von Gesellschaftsvermögen dar. Ein in erster Linie dem Gläubigerschutz verpflichtetes Recht wird hier eine erheblich restriktivere Linie verfolgen als ein Recht, dem es um die Attraktivität der Aktie als Anlageinstrument geht und das dementsprechend im Erwerb eigener Aktien ein Mittel zur Optimierung der Kapitalstruktur und zur Erhöhung der Entscheidungsfreiheit der Investoren hinsichtlich der Anlage ihrer Mittel sieht. In mancher Hinsicht hängt die rechtspolitische Bewertung von Aktienrückkäufen schließlich auch von dem rechtlichen Regelungsrahmen ab, innerhalb dessen sie stattfinden. Wo der Schutz des Kapitalmarktes vor der Ausnutzung von Informationsvorsprüngen und Manipulationsgefahren durch gesellschaftsrechtliche Regeln bewerkstelligt werden soll, wird man eher

<sup>75</sup> *Fried* 67 *University of Chicago Law Review* (2000), 421, 441 ff.; *Bosse*, NZG 2001, 594, 598 und NZG 2000, 923, 924.

<sup>76</sup> Vgl. *Oechsler* in: *MünchKomm AktG* § 71 Rn. 24.



zu einem generellen Verbot neigen als in einem Recht mit ausgeprägter kapitalmarktrechtlicher Regulierung, das die Integrität des Kapitalmarktes durch differenziertere Regeln gewährleistet.

### III. Die Entwicklung der Regulierung von Transaktionen in eigenen Aktien

Ein Rückblick auf die Geschichte der Regulierung des Erwerbs und der Verwendung eigener Aktien bestätigt die Abhängigkeit der rechtspolitischen Einschätzung dieses Phänomens von den jeweils aktuellen Erfahrungen, den Bedürfnissen des Kapitalmarktes und der Ausgestaltung der rechtlichen Rahmenbedingungen..

#### 1. Die Regelungen über eigene Aktien bis zur Aktienrechtsnovelle 1884

Ebenso wie das preußische Gesetz vom 8. 11. 1843 enthielt das ADHGB von 1861 keinerlei Regelung über den Erwerb eigener Aktien. Dieser Zustand änderte sich mit der Aktienrechtsnovelle vom 11. 6. 1870, nachdem es in erheblichem Umfang zu Missbräuchen gekommen war, als Gesellschaften nahezu ihr gesamtes Vermögen für Aktienrückkäufe verwendet hatten<sup>77</sup>. Der neue Art. 215 Abs. 3 ADHGB statuierte ein umfassendes Verbot des Erwerbs eigener Aktien<sup>78</sup>. Weder das französische Recht, das weitgehend als Vorbild für den preußischen Entwurf gedient hatte<sup>79</sup>, noch das englische Recht enthielten zu dieser Zeit Beschränkungen des Erwerbs eigener Aktien. Derartige Bestimmungen waren zwar diskutiert, aber wegen der möglichen positiven Wirkungen eines Erwerbs eigener Aktien abgelehnt worden<sup>80</sup>. Das Erwerbsverbot war damit eine spezifisch deutsche Entwicklung<sup>81</sup>. Entscheidend waren neben dem dogmatischen Bedenken, dass die Gesellschaft nicht zugleich ihr eigenes Mitglied sein könne<sup>82</sup>, auch wirtschaftliche Erwägungen. Nach Wegfall des Konzessionserfordernisses und der damit einhergehenden staatlichen Überwachung sollte der Gläubigerschutz durch eine „nach allen Seiten zu scharfer Geltung kommende“ Sicherung von Aufbringung und Erhaltung des Grundkapitals erreicht werden<sup>83</sup>. Daher sollte der Ankauf von eigenen Aktien sowohl zu Lasten des Kapitals als auch aus dem Reservefonds oder den Reinerträgen verhindert

<sup>77</sup> Maltshew (Fn. 51), S. 44 f.

<sup>78</sup> Die Vorschrift lautete: *Die Aktiengesellschaft darf eigene Aktien nicht erwerben. Sie darf eigene Aktien nicht amortisieren, sofern dies nicht durch den ursprünglichen Gesellschaftsvertrag oder durch einen den letzteren abändernden, vor der Ausgabe der Aktien gefassten Beschluß zugelassen ist.*

<sup>79</sup> Hirsch (Fn. 2), S. 8; Schubert ZGR 1981, 285, 313; Verhandlungen des Bundesrathes, Drucksache Nr. 62/1870, S. 8.

<sup>80</sup> Mittermaier, Beilageheft ZHR 12 (1868), 124.

<sup>81</sup> Hirsch (Fn. 2), S. 8

<sup>82</sup> Verhandlungen des Bundesrathes, Drucksache Nr. 62/1870, S. 10.

<sup>83</sup> Verhandlungen des Bundesrathes, Drucksache Nr. 62/1870, S. 23.

werden<sup>84</sup>. Hinsichtlich der Vermögensbindung ging das Verbot des Erwerbs eigener Aktien damit weit über die Kapitalerhaltungsbestimmungen der Artt. 215, 216 ADHGB 1861 und 1870 hinaus, die noch keine Bindung des Agios und der Rücklagen vorsahen, sondern in ihrer Reichweite der Regelung des § 30 GmbHG entsprachen<sup>85</sup>. Dieses umfassende Erwerbsverbot wurde wegen Fehlens von Ausnahmeregelungen als zu weit gehend kritisiert<sup>86</sup>. Bis das ROHG in zwei Entscheidungen klarstellte, dass ein Ankauf eigener Aktien regelmäßig nichtig sei<sup>87</sup>, wurde es daher im Schrifttum teilweise als bloße Sollvorschrift interpretiert<sup>88</sup>.

## 2. Die liberale Praxis seit der Aktienrechtsnovelle 1884

Im Rahmen der Aktienrechtsnovelle vom 18. 7. 1884 wurde das Verbot des Erwerbs eigener Aktien durch den neuen Art. 215d<sup>89</sup> gelockert. Der Erwerb eigener Aktien sollte zwar, außer in Fällen der Kommission, nach den Vorstellungen der Gesetzesverfasser eng beschränkt sein, etwa auf Fälle des schenkweisen Erwerbs oder des Erwerbs im Wege der Zwangsvollstreckung<sup>90</sup>; die Bestimmung wurde aber in der Folge weit interpretiert. Dabei wurde nicht danach unterschieden, zu Lasten welcher Mittel der Erwerb erfolgte. Hinsichtlich der Rechtsfolgen wurde durch die bloße Soll-Vorschrift des Abs. 1 klargestellt, dass ein Erwerb eigener Aktien nicht nichtig sei, sondern lediglich die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat nach Art. 241 Abs. 3 und 4, 226 Abs. 2 Nr. 3 ADHGB zur Folge haben sollte<sup>91</sup>.

Im Zuge der Einführung des HGB vom 10. 5. 1897 wurde der bisherige Art. 215d mit einer redaktionellen Änderung in § 226 übernommen. Statt „im geschäftlichen Betriebe“ war der Gesellschaft nunmehr der Erwerb eigener Aktien „im regelmäßigen Geschäftsbetrieb“ untersagt, ohne dass damit eine sachliche Änderung bezweckt gewesen wäre<sup>92</sup>.

Unter Geltung von Art. 215d ADHGB 1884 und § 226 HGB kam es in erheblichem Maße zu Aktienrückkäufen. Beide Vorschriften enthielten kein striktes Verbot, sondern nur Sollvor-

<sup>84</sup> Verhandlungen des Bundesrathes, Drucksache Nr. 62/1870, S. 28.

<sup>85</sup> Hirsch (Fn. 2), S. 14.

<sup>86</sup> Nachw aus dem Schrifttum bei Maltschew (Fn. 51), S. 49 und Peltzer WM 1998, 322, 324 Fn. 41.

<sup>87</sup> ROHGE 17, 381; 22, 191, 193; vgl. dazu Leithaus, (Fn. 20), S. 63.

<sup>88</sup> Vgl. etwa Keyssner, Die Aktiengesellschaften und die Kommanditgesellschaften auf Aktien unter dem Reichsgesetz vom 11. Juni 1870, 1873, S. 228 f.; Bekker ZHR 17 (1872), 379, 459.

<sup>89</sup> Die Vorschrift lautete: (1) *Die AG soll eigene Aktien im geschäftlichen Betriebe, sofern nicht eine Kommission zum Einkauf ausgeführt wird, weder erwerben noch zum Pfande nehmen.*

(2) *Eigene Interimscheine kann sie im regelmäßigen Geschäftsbetriebe auch in Ausführung einer Einkaufskommission weder erwerben noch zum Pfande nehmen. Das gleiche gilt von Aktien, auf welche der Nennbetrag, falls der Ausgabebetrag höher ist, dieser noch nicht voll geleistet ist.*

<sup>90</sup> Stenographische Protokolle der Verhandlungen des Reichstages, Band 3, Drucks. 21/1884 des Reichstages, S. 233, 330; Flechtheim Bank-Archiv 1931/32, 10, 11.

<sup>91</sup> Hirsch (Fn. 2), S. 12; Maltschew (Fn. 51), S. 53; Oechsler in: MünchKommAktG § 71 Rn. 28; Peltzer WM 1998, 322, 325; a.A. aber Lehmann (Fn. 4), S. 85: Nichtigkeit wegen Verstoßes gegen ein Verbotsgesetz, soweit nicht das Gesetz eine andere Folge aufgestellt hat.

<sup>92</sup> Maltschew (Fn. 51), S. 53 f.

schriften. Namentlich § 226 HGB schränkte nur den Erwerb im regelmäßigen Geschäftsbetrieb ein. Einen Erwerb außerhalb dieses eng interpretierten Bereichs, etwa für Zwecke der Kurspflege, hielt man für schrankenlos zulässig. Im Vorfeld und während der Weltwirtschaftskrise konnten daher Gesellschaften, insbesondere Banken<sup>93</sup>, in großem Umfang eigene Aktien zurück erwerben. Ausschlaggebend dafür waren unterschiedliche Motive<sup>94</sup>, namentlich das Bestreben, den Kurs zu stützen<sup>95</sup>, eine zu positive Einschätzung des Wertes der Aktien und die darauf gegründete Erwartung, bei einer künftigen Veräußerung Gewinne zu erzielen<sup>96</sup>. Hinzu kam die Bilanzierungspraxis, eigene Aktien nicht auf der Aktivseite anzusetzen, sondern unmittelbar vom Grundkapital abzusetzen. Bei einem Erwerb der Aktien zu einem Preis unterhalb des Nennwertes führte dies zum Ausweis von Buchgewinnen, denn während die Aktiva nur um den unterhalb des Nennwertes liegenden Erwerbspreis reduziert wurden, sanken die Passiva um den vom Grundkapital abgesetzten Nennwert der Aktien<sup>97</sup>. Vor allem bei Industrieunternehmen, die keine sinnvolle Einsatzmöglichkeit für ihre liquiden Mittel sahen, diente der Erwerb eigener Aktien als vereinfachter Weg für eine Kapitalherabsetzung<sup>98</sup>. Ein weiterer Beweggrund für den Rückerwerb eigener Aktien bestand schließlich in dem Bestreben, die Dividende zu steigern, die auf die nach dem Rückkauf außenstehenden Aktien entfiel<sup>99</sup>. Nach der Einschätzung von Zeitgenossen standen die Erwerbsbeschränkungen zwar nicht gerade nur auf dem Papier, hatten aber nicht erst seit der Nachkriegszeit einen nur „sehr beschränkten Wirklichkeitswert“<sup>100</sup>, weil das grundsätzliche Verbot des Erwerbs eigener Aktien von den betroffenen Wirtschaftskreisen nie wirklich akzeptiert worden war<sup>101</sup>. Als im Verlauf der Weltwirtschaftskrise die Kurse weiter zurückgingen, erwarben zahlreiche Gesellschaften in immer weiter gehendem Umfang eigene Aktien, um den Kursverfall und damit auch den Wertverfall der bereits erworbenen eigenen Aktien aufzuhalten<sup>102</sup>.

---

<sup>93</sup> Näher dazu *Maltschew* (Fn. 51), S. 28 f.

<sup>94</sup> Ausführlicher Überblick bei *Hirsch* (Fn. 2), S. 16 ff.; *Flechtheim* Bank-Archiv 1931/32, 10, 11; *Maltschew* (Fn. 51), S. 30 ff.

<sup>95</sup> Das war vor allem bei Banken der Hauptgrund für den umfangreichen Erwerb eigener Aktien.

<sup>96</sup> *Flechtheim* Bank-Archiv 1931/32, 10, 11.

<sup>97</sup> *Maltschew* (Fn. 51), S. 32.

<sup>98</sup> *Maltschew* (Fn. 51), S. 31 f.

<sup>99</sup> *Maltschew* (Fn. 51), S. 33 f.

<sup>100</sup> *Flechtheim* Bank-Archiv 1931/32, 10, 11.

<sup>101</sup> *Flechtheim* Bank-Archiv 1931/32, 10, 11; Zahlen zum Bestand eigener Aktien bei den insoweit besonders aktiven Banken im Jahr 1931 bei *Huber*, FS Duden, 1977, S. 137, 140 Fn. 19.

<sup>102</sup> *Peltzer* WM 1998, 322, 325;

### 3. Die Verschärfung der Bestimmungen über eigene Aktien seit der Notverordnung vom 19. September 1931

Als Reaktion auf diese Entwicklung und ausgelöst durch den Konkurs der Nordwolle AG, die in erheblichem Umfang eigene Aktien erworben und dadurch die Krise der Darmstädter und Nationalbank im Sommer 1931 verursacht hatte<sup>103</sup>, wurden die Bestimmungen über den Erwerb eigener Aktien durch die Notverordnung vom 19. 9. 1931 neu gefasst und deutlich erweitert<sup>104</sup>. In den Beratungen zu der Verordnung wurde insbesondere kritisiert, dass durch Stützungskäufe beim Anlagepublikum unzutreffende Vorstellungen über den Wert der Aktien hervorgerufen und zudem der Verwaltung nahe stehende Aktionäre begünstigt worden seien<sup>105</sup>. Damit rückten der Anlegerschutz und die Gleichbehandlung der Aktionäre stärker ins Blickfeld, als das bis dahin der Fall gewesen war. Erstmals wurden die die 10%-Grenze und als Erwerbsgrund die Schadensabwehr eingeführt. Als Beispiele für Schadensabwehr wurden etwa Stützungskäufe jenseits der „normalen“ Kurspflege<sup>106</sup> und die Abwehr einer Überfremdung genannt<sup>107</sup>. Durch Abs. 3 wurde der Anwendungsbereich auf Dritte, die Aktien für

<sup>103</sup> Näher dazu *Maltschew* (Fn. 51), S. 77 ff.

<sup>104</sup> Die Vorschrift lautete: § 226 (1) *Die Aktiengesellschaft darf eigene Aktien oder Interimsscheine erwerben, wenn es zur Abwendung eines schweren Schadens von der Gesellschaft notwendig ist; der Gesamtnennbetrag der zu erwerbenden Aktien darf zehn vom hundert oder einen etwa von der Reichsregierung festgesetzten niedrigeren Hundertsatz des Grundkapitals nicht übersteigen.*

*Im übrigen darf die Aktiengesellschaft eigene Interimsscheine nicht, eigene Aktien nur erwerben, wenn auf sie der Nennbetrag oder, falls der Ausgabebetrag höher ist, dieser voll geleistet ist und*

1. *die Gesellschaft damit eine Einkaufskommission ausführt oder*
2. *der Gesamtnennbetrag der zu erwerbenden Aktien zusammen mit anderen eigenen Aktien, die der Gesellschaft bereits gehören, zehn vom hundert oder einen etwa von der Reichsregierung festgesetzten niedrigeren Hundertsatz des Grundkapitals nicht übersteigen und die Aktien zur Einziehung erworben werden; als hierzu erworbene Aktien gelten die Aktien nur, wenn sie binnen 6 Monaten nach Erwerb eingezogen werden.*

(2) *Die Wirksamkeit des Erwerbs eigener Aktien wird durch einen Verstoß gegen die Vorschriften des Absatz 1 nicht berührt, es sei denn, daß auf sie der Nennbetrag oder, falls der Ausgabebetrag höher ist, dieser noch nicht voll geleistet ist.*

(3) *Dem Erwerb eigener Aktien oder Interimsscheine steht es gleich, wenn eigene Aktien oder eigene Interimsscheine zum Pfand genommen werden oder wenn Aktien der Gesellschaft von einem anderen für Rechnung der Gesellschaft oder unter Übernahme einer Kursgarantie durch die Gesellschaft übernommen werden.*

(4) *Steht eine Handelsgesellschaft oder bergrechtliche Gewerkschaft aufgrund von Beteiligungen oder in sonstiger Weise unmittelbar oder mittelbar unter dem beherrschenden Einfluß einer Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien (abhängige Gesellschaft), so darf sie Aktien oder Interimsscheine der herrschenden Gesellschaft nur nach Maßgabe der für den Erwerb eigener Aktien vorgesehenen Bestimmungen der Abs. 1-3 erwerben oder als Pfand nehmen. Sie darf ferner Aktien der herrschenden Gesellschaft nicht zeichnen; die Wirksamkeit einer solchen Zeichnung wird durch einen Verstoß gegen diese Vorschrift nicht berührt.*

(5) *Das Stimmrecht und der Anspruch auf den Reingewinn aus eigenen Aktien, die der Gesellschaft oder einem anderen für ihre Rechnung gehören, ruhen.*

Ausführlich zur Entstehungsgeschichte der Vorschrift *Maltschew* (Fn. 51), S. 61 ff.; *Benckendorff*, (Fn. 4), S. 39 ff.

<sup>105</sup> *Maltschew* (Fn. 51), S. 89.

<sup>106</sup> Nach der Begründung sollte aber ein Erwerb zur Abwehr schwerer Baisseangriffe und damit zur Hintanhaltung gefährlicher Kursstürze zulässig bleiben. Vgl. dazu *Flechtheim Bank-Archiv* 1931/32, 10, 12.

<sup>107</sup> *Quassowski* in: *Protokolle der Verhandlungen des Reichswirtschaftsrats* in: *Schubert/Hommelhoff*, S. 154 f.; *Flechtheim Bank-Archiv* 1931/32, 10, 12.

Rechnung der Gesellschaft erwerben<sup>108</sup>, und auf die Übernahme einer Kursgarantie durch die Gesellschaft<sup>109</sup> ausgedehnt. Bislang fiel dieser Fall nach h.M. nicht unter das Erwerbsverbot des § 226 HGB<sup>110</sup>. Neu war auch die Erstreckung der Erwerbsbeschränkungen auf abhängige Unternehmen durch Abs. 4<sup>111</sup>. Kritisiert wurde die Neufassung u.a. dafür, dass sie, zumindest ihrem Wortlaut nach, auch unproblematische Erwerbsfälle ausschloss wie etwa den schenkweisen Erwerb voll eingezahlter Aktien<sup>112</sup>. Ebenfalls kritisiert wurde, dass in Abweichung vom Entwurf eines neuen § 215 HGB durch das RMJ der Erwerb zur Vorbereitung einer Verschmelzung nach der Neufassung nicht zulässig war<sup>113</sup>. Als besonders problematisch sah man es an, dass die Verordnung keine Bestimmungen über die Auswirkungen eines Verstoßes gegen die Erwerbsbeschränkungen auf das zugrunde liegende Kausalgeschäft enthielt. Wegen der bisherigen Fassung des § 226 als bloße Sollvorschrift hielt man auch das Kausalgeschäft für wirksam<sup>114</sup>. Nach der Änderung von einer Sollvorschrift in ein Verbot („...darf nicht...“), war die Frage aber schon unmittelbar nach der Änderung umstritten<sup>115</sup>.

Bis in die 20iger Jahre war ungeklärt, ob die Gesellschaft Rechte aus eigenen Aktien ausüben konnte<sup>116</sup>. Einige Gesellschaften taten dies<sup>117</sup>, obwohl das RG dies durch eine Entscheidung zum GmbH-Recht untersagte<sup>118</sup>. Die Notverordnung übernahm diese Regel<sup>119</sup>. Sie enthielt schließlich neue Regeln für die Bilanzierung eigener Aktien. Hervorzuheben ist vor allem die Pflicht zur Aktivierung eigener Aktien im Umlaufvermögen. Damit wurde der von einzelnen Unternehmen gepflegten Praxis eine Absage erteilt, eigene Aktien in einer Vorspalte vom Eigenkapital abzusetzen und in der Hauptspalte nur noch ein um diesen Betrag reduziertes Grundkapital auszuweisen<sup>120</sup>.

<sup>108</sup> Ausschlaggebend war der Fall der Nordwolle AG, vgl. *Maltschew* (Fn. 51), S. 102 f.

<sup>109</sup> Anlass hierfür war der Fall der Karstadt AG, vgl. *Maltschew* (Fn. 51), S. 103 ff.

<sup>110</sup> Vgl. *Flechtheim* Bank-Archiv 1931/32, 10, 12.

<sup>111</sup> *Flechtheim* Bank-Archiv 1931/32, 10, 13.

<sup>112</sup> *Flechtheim* Bank-Archiv 1931/32, 10, 13.

<sup>113</sup> *Flechtheim* Bank-Archiv 1931/32, 10, 13.

<sup>114</sup> *Flechtheim* Bank-Archiv 1931/32, 65.

<sup>115</sup> *Flechtheim* Bank-Archiv 1931/32, 65, f. mit Nachw. *Flechtheim* selbst meinte, aus dem Zweck des Gesetzes ergebe sich, dass im Interesse des Schutzes des Verkäufers keine Nichtigkeit des Kausalgeschäfts gewollt sei, sondern nur der Eintritt anderer Rechtsfolgen, insbesondere einer Ersatzpflicht der Verwaltung, aaO, S. 66 f.

<sup>116</sup> Nachweise bei *Maltschew* (Fn. 51), S. 96 f.

<sup>117</sup> Vgl. dazu *Hirsch* (Fn. 2), S. 98; *Schön*, Geschichte und Wesen der eigenen Aktien 1937, S. 26 ff.

<sup>118</sup> RGZ 103, 64, 66.

<sup>119</sup> *Quassowski* JW 1931, 2914, 2922.

<sup>120</sup> Vgl. *Maltschew* (Fn. 51), S. 62 ff., 128 f.

Die Bestimmungen der Notverordnung wurden mit einigen, teils nur redaktionellen<sup>121</sup>, Modifikationen in §§ 65, 114 Abs. 6 AktG 1937 übernommen, deren Regelungen unter Erweiterung der Erwerbstatbestände<sup>122</sup> und Ausdehnung des Anwendungsbereichs der Vorschrift auf in Mehrheitsbesitz stehende Unternehmen in §§ 71, 136 Abs. 2 AktG 1965 aufgingen<sup>123</sup>.

#### 4. Neuerungen durch die Kapitalrichtlinie

Eine Zäsur stellt die Kapitalrichtlinie dar, durch die erstmals ein einheitlicher europäischer Rahmen für Erwerb und Verwendung eigener Aktien geschaffen wurde. Sie hat einerseits im Hinblick auf den Kapitalschutz insoweit zu einer Verschärfung gegenüber dem bis dahin in der Bundesrepublik geltenden Recht geführt, als der Erwerb eigener Aktien nicht zu Lasten des Kapitals oder gebundener Rücklagen, sondern nur aus freiem Vermögen finanziert werden darf<sup>124</sup>. Überdies muss ein bilanzieller Aktivposten für eigene Aktien durch eine gleich hohe, nicht verfügbare Rücklage neutralisiert werden. Damit wird sichergestellt, dass sich der Erwerb eigener Aktien nicht lediglich als Aktivtausch darstellt und der für die Anschaffung aufgewandte Betrag nicht für Ausschüttungen an die Aktionäre zur Verfügung steht. Hinzu gekommen ist das aus dem englischen Recht stammende und bis dahin in Deutschland nicht geltende Verbot der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs.

Andererseits lässt die Kapitalrichtlinie weitergehenden Spielraum als das seinerzeit geltende deutsche Recht. Anders als nach § 71 AktG erlaubt die Richtlinie nämlich den Erwerb eigener Aktien unabhängig vom Vorliegen eines besonderen Erwerbsgrundes aufgrund einer Ermächtigung der Hauptversammlung<sup>125</sup>. Darüber hinaus ist nach der Richtlinie der Erwerb eigener Aktien in einer Reihe von Fällen, die weitgehend den Erwerbsgründen des deutschen Rechts entsprechen, ohne Rücksicht darauf zulässig, ob die Aktien voll eingezahlt sind, ob der Erwerbspreis aus freiem Vermögen entrichtet werden kann und ob der Bestand an eigenen Aktien infolge des Erwerbs mehr als 10% des Kapitals beträgt<sup>126</sup>.

Der deutsche Gesetzgeber implementierte mit den neuen §§ 71-71e, 150a AktG die durch die Richtlinie vorgegebenen Beschränkungen für Erwerb und Besitz eigener Aktien und ver-

<sup>121</sup> So wurde das Verbot der Kursgarantie gestrichen, weil die Gesetzesverfasser die Auffassung vertraten, die Übernahme einer Kursgarantie sei unter den Begriff des Erwerbs für Rechnung der Gesellschaft zu fassen; vgl. *Schlegelberger/Quassowski*, Aktiengesetz, 1939, § 65 Rn. 29.

<sup>122</sup> Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 (Erwerb zum Zweck der Abfindung nach § 305 Abs. 2 oder § 320 Abs. 5) und Nr. 5 (Erwerb durch Gesamtrechtsnachfolge).

<sup>123</sup> Vgl. dazu BegrRegE bei *Kropff*, S. 90 ff.

<sup>124</sup> Art. 19 Abs. 1 lit c).

<sup>125</sup> Vgl. Art. 19 Abs. 1 lit a) der Richtlinie.

<sup>126</sup> Artt. 19 Abs. 2, 20 Abs. 1 der Richtlinie.

schärfte sie teilweise noch<sup>127</sup>. Dagegen schöpfte der deutsche Gesetzgeber den von der Kapitalrichtlinie gebotenen Spielraum für Liberalisierungen nicht aus. Namentlich machte er keinen Gebrauch von der Möglichkeit, den Erwerb eigener Aktien unabhängig vom Vorliegen eines besonderen Erwerbsgrundes aufgrund einer Ermächtigung der Hauptversammlung zuzulassen<sup>128</sup>. Kleinere Anpassungen sind schließlich durch das Bilanzrichtlinien-Gesetz vom 19. 12. 1985 erfolgt. Es ersetzte § 150a AktG durch § 272 Abs. 4 HGB und stellte zugleich klar, dass die Rücklage für eigene Aktien zu Lasten frei verfügbarer Gewinnrücklagen gebildet werden darf.

## **5. Die Liberalisierung des Erwerbs eigener Aktien seit den 90er Jahren des 20. Jahrhunderts**

Mit dem Aufkommen des shareholder value Gedankens als Leitlinie der Unternehmensführung<sup>129</sup>, der zunehmenden Hinwendung von Aktiengesellschaften hin zur Eigenkapitalaufnahme am Kapitalmarkt<sup>130</sup> und der immer größeren Bedeutung des Investment Banking seit Beginn der 90iger Jahre des 20. Jahrhunderts richtete sich das Augenmerk verstärkt auf die möglichen positiven Wirkungen des Erwerbs und der Verwendung eigener Aktien. Der Erwerb eigener Aktien wird nicht mehr vor allem als Gläubigergefährdung angesehen, der durch ein grundsätzliches Verbot entgegenzuwirken ist. Die positivere und differenziertere rechtspolitische Bewertung des Phänomens „eigene Aktien“ findet ihren Niederschlag auch in der jüngeren Regelungsgeschichte. Die Reformen der letzten Jahre sind durch eine Tendenz zur Liberalisierung und das Streben nach einer zielgenaueren Regulierung gekennzeichnet, die die Öffnung des rechtlichen Regelungsrahmens für die Bedürfnisse der Unternehmensfinanzierung mit einem Schutzes der verschiedenen Interessen zu verbinden sucht, die durch eigene Aktien betroffen sein können. Neben das von jeher im Mittelpunkt stehende Anliegen der Gläubigersicherung sind dabei in jüngerer Zeit die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und die Belange der Aktionäre getreten. Da der Kapitalmarkt und die Aktionäre nicht nur durch den Erwerb, sondern auch durch die Veräußerung eigener Aktien beeinträchtigt werden können, hat sich zugleich der Gegenstand der Normsetzung erweitert. An die Stelle eines Verbots mit wenigen eng begrenzten Ausnahmen treten Verhaltensstandards und Offenlegungspflichten, die den Gefahren von Transaktionen in eigenen Aktien entgegenwirken sollen. Die Ant-

<sup>127</sup> So etwa das Erfordernis der Volleinzahlung und der Finanzierung aus freiem Vermögen beim Erwerb zur Schadensabwehr sowie durch Beibehaltung der 10%-Grenze für Fälle, in denen die Richtlinie dies nicht gebietet

<sup>128</sup> Vgl. Art. 19 Abs. 1 lit a) der Richtlinie.

<sup>129</sup> Vgl. dazu etwa Mülbert ZGR 1997, 129 ff.; Busse v. Colbe ZGR 1997, 271 ff.; Schmidt/Spindler, in: Assmann: Wirtschafts- und Medienrecht in der offenen Demokratie, Freundesgabe Kübler, 1997, S. 515 ff.

<sup>130</sup> Zu dieser Entwicklung etwa Rudolf in: Habersack/Mülbert/Schlitt/, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, § 1 Rn. 30 ff. mit statistischem Material.

wort auf die Frage, ob darin eine Deregulierung zu sehen ist, fällt zwiespältig aus. Einerseits ist das Erwerbsverbot in der Sache gelockert worden. Andererseits haben die Dichte und die Komplexität der Regulierung so weit zugenommen, dass der Aufwand für die zutreffende Erfassung und Beachtung der rechtlichen Vorgaben erheblich gewachsen ist.

Die in jüngerer Zeit zu verzeichnende Liberalisierung des Erwerbs eigener Aktien nimmt ihren Anfang auf nationaler Ebene mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz<sup>131</sup>, durch das in § 71 Abs. 1 Nr. 7 AktG eine Ausnahme vom Erwerbsverbot für Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und Finanzunternehmen eingeführt worden ist. Dabei handelt es sich allerdings noch um eine zwar praktisch bedeutsame, aber doch sektoriell begrenzte Ergänzung der Ausnahmen von dem grundsätzlichen Erwerbsverbot.

Eine grundsätzliche Änderung der bis dahin verfolgten Verbotsstrategie und insoweit ein Umbruch des Regulierungsansatzes erfolgt 1998 mit dem KonTraG<sup>132</sup>. Indem mit § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG ein Erwerb aufgrund eines Hauptversammlungsbeschlusses unabhängig vom Vorliegen eines besonderen Erwerbsgrundes zugelassen und das grundsätzliche Erwerbsverbot damit durch eine Kompetenzzuweisung an die Aktionäre ersetzt worden ist, hat der Gesetzgeber die Spielräume der Kapitalrichtlinie nunmehr weitgehend ausgeschöpft. Zugleich ist allerdings eine eingehendere Regelung der Erwerbs- und Verwendungsmodalitäten zu verzeichnen. So enthält § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG zum Schutz des Interesses der Aktionäre an Gleichbehandlung und Erhalt von Wert und Quote ihrer Beteiligung erstmals ausdrückliche gesellschaftsrechtliche Vorgaben über die Formen des Erwerbs und der Veräußerung eigener Aktien.

## **6. Die Ausdifferenzierung aktienrechtlicher und kapitalmarktrechtlicher Regeln für eigene Aktien**

Darüber hinaus sind die Risiken, die Erwerb und Veräußerung eigener Aktien für den Kapitalmarkt darstellen, in jüngerer Zeit zunehmend Gegenstand spezifisch kapitalmarktrechtlicher Regulierung geworden. Der Erwerb eigener Aktien bietet besondere Anreize und Möglichkeiten zur Beeinflussung des Kurses der Papiere (vgl. oben, II. 3. e). Lange Zeit sollten vor allem die gesellschaftsrechtlichen Beschränkungen des Erwerbs eigener Aktien der daraus resultierenden Gefahr einer Täuschung der Investoren und der Erschütterung des Vertrauens in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes entgegenwirken. Sie wurden zunächst flankiert

<sup>131</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) vom 26. 7. 1994, BGBl. I 1994, S. 1749.

<sup>132</sup> Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich vom 27. 4. 1998, BGBl. I 1998 S. 786.



durch das Verbot des Kursbetrugs nach § 88 BörsG a.F., an dessen Stelle im Jahr 2002 das 4. Finanzmarktförderungsgesetz<sup>133</sup> das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation nach § 20a WpHG setzte, das durch die auf Grundlage des Abs. 2 dieser Vorschrift erlassene Ku-MaKV<sup>134</sup> konkretisiert wurde. Die Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>135</sup>, Artt. 4 und 5 der zu ihrer Durchführung erlassenen Richtlinie zur Begriffsbestimmung der Marktmanipulation<sup>136</sup> sowie die auf der Grundlage von Art. 17 der Marktmissbrauchsrichtlinie erlassene, unmittelbar geltende Verordnung 2273/2003 über Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen<sup>137</sup> haben das Verbot neu geregelt. Die europarechtlichen Vorgaben sind mit der Neufassung des § 20a WpHG durch Art. 1 des AnSVG<sup>138</sup> und durch die zur Konkretisierung der Vorschrift auf Grundlage von § 20a Abs. 5 Satz 1 erlassene MaKonV<sup>139</sup> umgesetzt worden. Das Kapitalmarktrecht hat damit einen Teil der Sicherungsaufgabe übernommen, die bislang durch das gesellschaftsrechtliche Verbot des Erwerbs eigener Aktien mit seinen eng begrenzten Ausnahmen wahrgenommen wurde.

Die Einführung besonderer Regelungen zur Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts hat Folgen für den Regelungsgehalt der ihrem Wortlaut nach weitgehend unveränderten aktienrechtlichen Erwerbs- und Veräußerungsbeschränkungen. Den betreffenden Vorschriften wurde herkömmlicherweise neben dem Gläubigerschutzzweck auch die Funktion zugeschrieben, zugleich weiteren Gefahren von Transaktionen in eigenen Aktien, nicht zuletzt also Beeinträchtigungen des Kapitalmarktes und Schädigungen der Anleger durch manipulative Praktiken, vorzubeugen. Die Auslegung der Erwerbs- und Veräußerungsbeschränkungen hatte daher auch diesen weiteren Normzwecken Rechnung zu tragen. Besonders deutlich wird dies etwa am Verständnis des Begriffs des „Handels in eigenen Aktien“, der als Zweck einer Ermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 verboten ist. Für eine teleologische Auslegung der aktienrechtlichen Bestimmungen im Hinblick auf den Zweck des Markt- und Anlegerschutzes ist

<sup>133</sup> Vom 21. 6. 2002, BGBl. I 2002, S. 2010.

<sup>134</sup> Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation v. 18. 11. 2003, BGBl. I 2003, S. 2300.

<sup>135</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU L 96 v. 12. 4. 2003, S. 16 ff.,

<sup>136</sup> Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. EU L 339 v. 24. 12. 2003, S. 70 ff.

<sup>137</sup> Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, ABl. EU L 336 v. 23. 12. 2003.

<sup>138</sup> Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) v. 28.10.2004, BGBl. I 2004, S. 2630.

<sup>139</sup> Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation (Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung – MaKonV) v. 1. 3. 2005, BGBl. I 2005, S. 515.

jedoch nunmehr jedenfalls insoweit kein Raum, als kapitalmarktrechtliche Regelungen diese Funktion übernommen haben. Zu Recht findet sich daher der noch in § 13 KuMaKV enthaltene Vorbehalt zugunsten des § 71 AktG in der MaKonV nicht mehr. Die Frage, ob ein Erwerb eigener Aktien einen manipulativen Eingriff in den Markt darstellt, ist vielmehr nach § 20a WpHG und der MaKonV zu beantworten.

Diese Erweiterung und Ausdifferenzierung des Normenbestandes für eigene Aktien in gesellschaftsrechtliche und kapitalmarktrechtliche Elemente führt damit zu einem Bedeutungswandel der hergebrachten gesellschaftsrechtlichen Regeln in diesem Bereich. Das soll sogleich an einem Beispiel verdeutlicht werden.

#### **IV. Kursstabilisierung für Rechnung der Gesellschaft**

##### **1. Problemstellung**

Die rechtspolitische Beurteilung von Transaktionen in eigenen Aktien zur Glättung und Stabilisierung des Aktienkurses fällt nicht eindeutig aus. Neben der stets vorhandenen Gefahr einer Gläubigerschädigung stehen dabei vor allem die Auswirkungen auf den Kapitalmarkt im Blickpunkt. Einerseits besteht die nicht von der Hand zu weisende Gefahr von Insidergeschäften und der Manipulation des Aktienkurses<sup>140</sup>. Andererseits können Kursstabilisierung<sup>141</sup> und Marktpflege<sup>142</sup>, die unter dem Begriff der Stabilisierung zusammengefasst werden, aber auch durchaus positive Auswirkungen für den Kapitalmarkt und die Anleger zeitigen; das gilt namentlich dann, wenn dadurch überhaupt erst die für den Börsenhandel notwendige Liquidität sichergestellt wird<sup>143</sup>. Dabei bleiben kurzfristige Stabilisierungsmaßnahmen, die in den safe harbor von Art. 8 der MarktmissbrauchsRL i.V.m. Artt. 8-10 der VO Nr. 2273/2003, § 5 MaKonV fallen und daher per se keine unerlaubte Manipulation darstellen, im Folgenden außer Betracht.

Die Aufgabe, Aufträge für die Nachfrage- und Angebotsseite einzustellen und dadurch die Handelbarkeit einer Aktie auch bei Marktenge zu gewährleisten, wird herkömmlicherweise von sog. Designated Sponsors wahrgenommen, die durch ihre ständige Bereitschaft zu Ge-

---

<sup>140</sup> Vgl. dazu oben, II. 3. e).

<sup>141</sup> Der Begriff wird hier im Sinne einer Einflussnahme auf den Aktienkurs zum Ausgleich kurzfristiger Preisschwankungen gebraucht, die nicht durch die Geschäftslage des Emittenten verursacht sind; vgl. etwa *Ekkenga* WM 2002, 317; *Fleischer* ZIP 2003, 2045.

<sup>142</sup> Darunter versteht man die Bereitschaft eines Finanzdienstleisters, zur Herstellung oder Aufrechterhaltung der Marktliquidität regelmäßig verbindliche Kauf- und Verkaufskurse zu stellen, vgl. *Ekkenga* in: MünchKomm HGB, 2001, Effktengeschäft, Rn. 85 m. Nachw.; *Ekkenga* in: MünchKomm HGB, 2001, Effktengeschäft, Rn. 85.

<sup>143</sup> Vgl. oben, II 2. a).

schäftsabschlüssen die notwendige Liquidität schaffen<sup>144</sup>. Diese Betreuer erwerben und veräußern die Aktien für eigene Rechnung. Für ihre Bereitschaft, als „Market-Maker“ für die Aktien zu fungieren, erhalten sie von der Gesellschaft eine Vergütung. Neben einem Gewinn für den Sponsor kompensiert diese Vergütung ihn für das Risiko von Verlusten, die durch die Erfüllung der von ihm übernommenen Aufgabe entstehen können. Eine für die Gesellschaft kostengünstigere Alternative könnte darin bestehen, das wirtschaftliche Risiko des Market Makers selbst zu tragen. Das könnte dadurch geschehen, dass die Gesellschaft einen als Handelsteilnehmer zugelassenen<sup>145</sup> Finanzdienstleister damit beauftragt, für Rechnung der Gesellschaft eigene Aktien zu erwerben und zu veräußern. Eine solche Gestaltung käme indessen nur dann in Betracht, wenn sie mit den Bestimmungen über den Erwerb und die Veräußerung eigener Aktien vereinbar wäre.

## **2. Die Voraussetzungen des § 71 Abs. 1 AktG**

Nach § 71d Satz 1 AktG steht der Erwerb eines im eigenen Namen, aber für Rechnung der AG handelnden Dritten einem Erwerb durch die AG selbst gleich. Damit soll eine Umgehung der Erwerbsbeschränkungen des § 71 AktG durch Einschaltung Dritter verhindert werden. Erwerb und Veräußerung der Aktien durch einen für Rechnung der AG handelnden Finanzdienstleister unterliegen damit im Grundsatz denselben Schranken wie Erwerb und Veräußerung eigener Aktien durch die AG selbst.

### **a) Erwerbsgrund und Preisrahmen**

Der Erwerb von Aktien der Gesellschaft durch den Finanzdienstleister setzt folglich zunächst voraus, dass einer der Erwerbsgründe des § 71 Abs. 1 AktG erfüllt ist. Regelmäßig kommt insoweit allein § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG in Betracht. Erforderlich wäre also eine Ermächtigung durch die Hauptversammlung, die neben der prozentualen Erwerbsgrenze von maximal 10% auch den niedrigsten und höchsten Gegenwert festlegt, zu dem die Aktien erworben werden dürfen. Da diese Festsetzung auch in Form einer prozentualen Abweichung vom Börsenkurs zum Zeitpunkt des Erwerbs erfolgen kann<sup>146</sup>, bereitet dieses Erfordernis keine unüberwindlichen Schwierigkeiten.

<sup>144</sup> §§ 23-23c Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse v. 1. 4. 2006; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., 2004, Rn. 17.196

<sup>145</sup> § 23 Abs. 5 Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse v. 1. 4. 2006.

<sup>146</sup> BegrRegE KonTraG, BT-Drucks. 13/9712 v. 28. 1. 1998, S. 13; LG Berlin NZG 2000, 944, 945 = AG 2000, 328; *Kiem* ZIP 2000, 209, 211; *Möller*, Rückerwerb eigener Aktien, 2005, Rn. 49; kritisch im Hinblick auf das Erfordernis der Festsetzung einer Preisuntergrenze *Vetter* AG 2004, 344 Fn. 4.

## b) Verbot des „Handels in eigenen Aktien“

Da Erwerb und Veräußerung der Aktien durch den von der Gesellschaft eingeschalteten Finanzdienstleister wiederholt und über einen längeren Zeitraum erfolgen sollen, ist allerdings problematisch, ob ein nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 2 AktG unzulässiger „Handel in eigenen Aktien“ geplant ist. Wie im Folgenden dargelegt wird, ist das im Ergebnis zu verneinen.

### aa) Die ursprüngliche Bedeutung des Handelsverbots

Nach der h.L. liegt „Handel“ iSv § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 2 AktG dann vor, wenn die Gesellschaft eigene Aktien ausschließlich<sup>147</sup> in der Absicht erwirbt, durch Ausnutzen von Preisunterschieden Gewinne zu erzielen<sup>148</sup>. Auch wiederholter Erwerb zum Zweck der Kurspflege ist danach durch die Bestimmung grundsätzlich nicht untersagt, sofern er nicht dazu führt, dass sich der Aktienkurs über längere Zeit als Ergebnis manipulativer Eingriffe des Vorstands darstellt<sup>149</sup> oder in spekulativer Absicht erfolgt<sup>150</sup>. Demgegenüber halten andere jegliche<sup>151</sup> oder jedenfalls jede mehr als nur kurzfristige Kurspflege<sup>152</sup> mit Hilfe des Erwerbs eigener Aktien für verboten.

**(1) Wortlaut.** Im Hinblick auf die Frage nach der Zulässigkeit einer dauerhaften Gewährleistung hinreichender Liquidität für Rechnung der Gesellschaft ist der Gesetzeswortlaut wenig ergiebig. Im allgemeinen Sprachgebrauch bezeichnet der Begriff „Handel“ die Übertragung von Wirtschaftsgütern gegen Entgelt. Außer in seltenen Fällen des unentgeltlichen Erwerbs wird die AG immer eine Gegenleistung für den Erwerb eigener Aktien erbringen und außer im Fall des Erwerbs zur Einziehung wird sie die Aktien wieder für eine Gegenleistung ausgeben; das Gesetz selbst geht in 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 3 und 4 davon aus, dass eigene Aktien in zulässiger Weise wieder veräußert, d.h. für eine Gegenleistung an Dritte übertragen werden dürfen. Nicht jeder entgeltliche Erwerb mit anschließender Veräußerung eigener Aktien stellt daher unzulässigen Handel dar<sup>153</sup>.

**2) Entstehungsgeschichte.** Weitergehende Anhaltspunkte für das Verständnis des Merkmals „Handel in eigenen Aktien“ ergeben sich aus der Entstehungsgeschichte der Vorschrift. Das

<sup>147</sup> Ausführlich zu diesem Erfordernis Möller (Fn. 146), Rn. 97 ff., 140-142.

<sup>148</sup> Hüfner, AktG, 7. Aufl., 2006, § 71 Rn. 19i; Oechsler in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 193; Kessler/Suchan BB 2000, 2529, 2531; Saria NZG 2000, 458, 462; enger, nur fortlaufende Geschäfte in Gewinnerzielungsabsicht untersagt, Bezenberger (Fn. 2), Rn. 161; Bosse WM 2000, 806, 807; Martens AG 1997, August-Sonderheft, 83, 85; Schmid/Mühlhäuser AG 2001, 493, 499.

<sup>149</sup> Oechsler in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 195; Bezenberger (Fn. 2), Rn. 16.

<sup>150</sup> Hirsch (Fn. 2), S. 153 ff., 157; Lüken (Fn. 4), S. 148 f., der den Begriff der Spekulation in Anlehnung an § 23 Abs. 2 Nr. 1 WpHG konkretisiert: Der Hauptzweck des Erwerbs und der Veräußerung muss danach in der Realisierung kurzfristiger (1 Jahr) Kursgewinne bestehen; Johannsen/Roth (Fn. 4), S. 176 f.

<sup>151</sup> Kraft/Altwater NZG 1998, 448, 450.

<sup>152</sup> Claussen DB 1998, 177, 179; Hirsch (Fn. 2), S. 157 ff.

<sup>153</sup> Ebenso Hirsch (Fn. 2), S. 152 f.; Lüken (Fn. 4), S. 147.

Verbot des Handels in eigenen Aktien beruht nicht zuletzt auf der Kritik, die am ursprünglichen Entwurf des neuen § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG geäußert wurde: Außer für Zwecke der Einziehung sei der Rückerwerb eigener Aktien ökonomisch nur sinnvoll, wenn sie später zu einem höheren Preis wieder ausgegeben werden sollten, mithin ein Veräußerungsgewinn angestrebt sei. Ein solcher Gewinn lasse sich aber nur erzielen, wenn die Aktien beim Erwerb unterbewertet seien. Die historische Erfahrung, vor allem der Jahre 1929 bis 1931, habe indes gezeigt, dass ein Erwerb aus solchen Motiven erhebliche Gefahren für die Gesellschaft und ihre Gläubiger in sich berge. Seinerzeit sahen zahlreiche Vorstände die Aktien der eigenen Gesellschaft als unterbewertet an. Nachdem sie mit dem Ankauf von Aktien begonnen hatten, kamen die Gesellschaften bei sinkenden Kursen in die Zwangslage, zur Stützung des Kurses immer mehr Aktien zukaufen zu müssen. Erst der Zusammenbruch im Jahr 1931 habe das ganze Ausmaß der Verluste offenbart. Diese Gefahr der Zulassung des Erwerbs eigener Aktien bestehe nicht nur in Krisenzeiten, sondern immer dann, wenn der Vorstand die Aussichten der Gesellschaft oder die allgemeine Wirtschaftsentwicklung zu positiv einschätze und mit Kurssteigerungen rechne, der Kurs aber tatsächlich falle. Beruhe der Kursrückgang auf geschäftlichen Verlusten, werde die Gesellschaft gleich doppelt getroffen, nämlich zum einen durch die Einbußen aus der Geschäftstätigkeit und zum anderen durch den Wertberichtigungsbedarf bei den eigenen Aktien. Die Finanzierung des Kursverlustes durch die Rücklage nach § 272 Abs. 4 Satz 1 HGB ändere nichts daran, dass der Verlust sich doppelt auswirke. Hinzu komme die Gefahr des Insiderhandels und der Kursmanipulation, insbesondere dann, wenn Vorstandsmitglieder selbst Aktien der Gesellschaft oder Optionen hielten. Diese Risiken, die mit der Zulassung des Erwerbs eigener Aktien verbunden seien, würden durch die Vorteile der Kursstabilisierung und der Belebung des Börsenhandels nicht aufgewogen<sup>154</sup>.

#### **bb) Folgerungen für die Zulässigkeit von Stabilisierungsmaßnahmen für Rechnung der Gesellschaft**

Das Verbot des Handels in eigenen Aktien soll danach der Spekulation des Vorstands in eigenen Aktien vorbeugen. Wenn die Gewährleistung hinreichender Marktliquidität und Kurspflfegemaßnahmen für Rechnung der Gesellschaft zulässig sein sollen, muss danach sichergestellt sein, dass spekulative Transaktionen durch die Verwaltung ausgeschlossen sind. Das lässt sich erreichen, indem das Weisungsrecht, das der Gesellschaft regelmäßig gegenüber einem für ihre Rechnung handelnden Dritten zusteht<sup>155</sup>, in der Vereinbarung mit dem Finanzdienstleister ausgeschlossen wird, so dass die Entscheidung über Vornahme, Zeitpunkt, Vo-

<sup>154</sup> Huber, FS Kropff, 1997, S. 101, 122 f.

<sup>155</sup> Vgl. etwa §§ 665 BGB, 385 HGB.

lumen und Preis von Aktienrückkäufen und Veräußerungen allein bei ihm liegt. Auf diese Weise ist nicht nur Spekulationen der Verwaltung in eigenen Aktien vorgebeugt; vielmehr sind auch die Gefahren eines selektiven Erwerbs, namentlich Vorteilszuwendungen an einzelne Aktionäre und des Auskaufs einer dem Vorstand unliebsamen Opposition, von vornherein ausgeschlossen. Die Gesellschaft ist damit gegenüber dem für ihre Rechnung handelnden Finanzdienstleister nicht rechtlos gestellt, denn er ist ihr vertraglich zu sorgfältiger und interessewahrender Durchführung der Markt- oder Kurspflegemaßnahmen verpflichtet.

### **cc) Die Änderung des Zwecks des Handelsverbots durch die Einführung kapitalmarkt-rechtlicher Bestimmungen**

Das Verbot, eine Erwerbsermächtigung zum Zweck des Handels in eigenen Aktien zu erteilen, sollte allerdings nach der Vorstellung der Gesetzesverfasser nicht nur die vorstehend erwähnten Gefahren für die Gesellschaft, ihre Aktionäre und Gläubiger ausschließen. Neben diesen gesellschaftsrechtlichen Anliegen sollte die Bestimmung vor allem den Kapitalmarkt vor manipulativen Eingriffen schützen<sup>156</sup>. Ausweislich der Gesetzesbegründung darf „...[d]er *Eigenerwerb ...nicht der kontinuierlichen Kurspflege und dem Handel in eigenen Aktien dienen. Auf einem funktionierenden Kapitalmarkt liefert der Markt die richtige Unternehmensbewertung. Der Eigenerwerb kann es aber Unternehmen ermöglichen, Aktienmaterial aus dem Markt zu nehmen und das umlaufende Aktienmaterial zu verknappen. Dies kann sinnvoll sein, wenn das Eigenkapital des Unternehmens dauerhaft oder mittelfristig zu hoch ist. Die Eigenkapitalrendite kann auf die verbleibenden Aktien kann erhöht werden, wenn mit den zum Rückkauf verwendeten Rücklagen anderweitig keine angemessene Rendite erzielt werden kann. ...Der Entwurf legt keinen Katalog zulässiger Zwecke fest, sondern erklärt lediglich den Zweck Handel in eigenen Aktien für unzulässig. Damit scheidet ein fortlaufender Kauf und Verkauf eigener Aktien und der Versuch, Trading-Gewinne zu machen, als Zweck aus...*“<sup>157</sup>

Dieses § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 2 AktG zugrunde liegende kapitalmarktorientierte Schutzanliegen ist mittlerweile durch spezifisch kapitalmarktrechtliche Bestimmungen aufgegriffen worden<sup>158</sup>. Art. 1 Nr. 2 a) der Marktmissbrauchsrichtlinie definiert als Marktmanipulation unter anderem Geschäfte oder Kauf- bzw. Verkaufsaufträge, die falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Finanzinstrumenten<sup>159</sup> oder ihren Kurs geben oder geben können; Artt. 4

<sup>156</sup> Siehe dazu etwa *Oechsler* in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 194 aE; zuvor bereits *Huber*, FS Kropff, 1997, S. 101, 122 f.

<sup>157</sup> BegrRegE, BT-Drucks. 13/9712 v. 28. 1. 1998, S. 13.

<sup>158</sup> Vgl. bereits III.

<sup>159</sup> Zu denen gem. Art. 1 Nr. 3 MarktmissbrauchsRL iVm Art. 1 Nr. 3 WertpapierdienstleistungsRL vom 10. 5. 1993, 93/22/EWG, ABl. EG L 141 v. 11. 6. 1993, S. 27 auch Aktien gehören.

und 5 der Richtlinie zur Begriffsbestimmung der Marktmanipulation<sup>160</sup> konkretisieren diese Vorgabe. Die europarechtlichen Regelungen sind durch Art. 1 Nr. 7 AnSVG in § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG umgesetzt und durch § 3 MaKonV weiter ausgeformt worden. Zum Schutz des Marktes ist damit nunmehr keine extensive Auslegung des Begriffs des „Handels in eigenen Aktien“ erforderlich; unlautere und manipulative Praktiken werden vielmehr durch das erheblich differenziertere Verbot der Marktmanipulation erfasst. Die Abgrenzung zulässiger Markt- oder Kurspflege von verbotener Manipulation erfolgt daher nicht mehr, wie es die Gesetzesbegründung zu § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 2 AktG nahe legte, nach der Häufigkeit der Transaktionen, sondern unter Berücksichtigung aller Begleitumstände. Selbst der einmalige Erwerb eigener Aktien kann einen manipulativen Eingriff in die Preisbildung darstellen, so etwa dann, wenn binnen kurzer Zeit ein erhebliches Volumen erworben und so der Preis stark nach oben getrieben wird. Demgegenüber können hinreichend offen gelegte kontinuierliche Kurspflegemaßnahmen in jeweils kleinerem Umfang den Markt beleben, ohne dass Anleger getäuscht würden.

Entscheidend ist nunmehr, ob von Erwerb und Veräußerung durch einen für Rechnung der Gesellschaft handelnden Finanzdienstleister falsche oder irreführende Signale ausgehen (§ 20a Abs. 1 Nr. 2 Alt. 1 WpHG), ob durch derartige Transaktionen ein künstliches Preisniveau herbeigeführt wird (§ 20a Abs. 1 Nr. 2 Alt. 2 WpHG) oder ob sich eine derartige Praxis als kursrelevante Täuschungshandlung darstellt (§ 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG).

Übernimmt nicht die Gesellschaft selbst sondern ein für ihre Rechnung handelnder, aber nicht an ihre Weisungen gebundener Finanzdienstleister die Durchführung der Markt- oder Kurspflege, ist das Risiko manipulativer Eingriffe in den Kapitalmarkt erheblich reduziert. Zwar beruhen die Erwerbs- und Veräußerungsentscheidungen des Finanzdienstleisters nicht auf den gleichen Erwägungen wie diejenigen außenstehender Marktteilnehmer, denn auch ohne Einflussnahme durch die Gesellschaft ist er verpflichtet, bei der Markt- und Kurspflege ihre Interesse zu wahren. Ausgeschlossen ist jedoch die Gefahr eines Erwerbs oder einer Veräußerung unter Ausnutzung von Insiderinformationen, zur Stärkung der Position der Verwaltung und der Manipulation des Kurses im Interesse bestimmter Aktien- oder Optionsinhaber, insbesondere von Mitgliedern der Verwaltung, oder zur Erzielung von Kursgewinnen für die Gesellschaft. Diese Einschätzung teilt auch der europäische Verordnungsgeber, wenn er in Art. 6 Abs. 3 lit b) der VO (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 2. Dezember 2003<sup>161</sup> Rückkaufprogramme, die unter Führung eines Wertpapierhauses oder Kreditinstituts durchgeführt

---

<sup>160</sup> Vgl. Fn. 136.

<sup>161</sup> ABl. EG L 336 vom 23. 12. 2003, S. 33.

werden, das seine Entscheidungen über den Zeitpunkt des Erwerbs von Aktien unabhängig und unbeeinflusst vom Emittenten trifft, von den Beschränkungen des Art. 6 Abs. 1 der VO freistellt.

Durch die Ausgestaltung des Vertrages mit dem Finanzdienstleister kann schließlich sichergestellt werden, dass auch für ihn selbst kein Anreiz für manipulative Praktiken besteht. Dafür ist u.a. erforderlich, dass er sich verpflichtet, während der Laufzeit der Vereinbarung mit der Gesellschaft deren Aktien nicht auf eigene Rechnung oder auf Rechnung eines verbundenen Unternehmens zu erwerben oder zu veräußern. Darüber hinaus darf seine Vergütung nicht von Veräußerungsgewinnen der Gesellschaft abhängig sein. Trägt der Finanzdienstleister auch nicht mittelbar das Risiko von Kurseinbußen, kann er die Entscheidung über Erwerb und Veräußerung von Aktien der Gesellschaft selbst bei Eintritt von Verlusten unbefangener als die Gesellschaft treffen.

Zwar können gerade bei Markttenge Kauf- und Verkaufsaufträge des Finanzdienstleisters einen bedeutenden Anteil am Tagesgeschäftsvolumen der Aktie ausmachen (§ 3 Abs. 1 Nr. 1. a) MaKonV). Das Vorliegen eines oder mehrerer der in § 3 MaKonV aufgeführten Anzeichen führt indessen nicht zwingend zur Annahme einer Marktmanipulation<sup>162</sup>. Wenn Transaktionen eines auf Rechnung der Gesellschaft handelnden Finanzdienstleisters dazu dienen, hinreichende Liquidität der Aktie zu gewährleisten, liegt die Bejahung von Marktmanipulation bereits deswegen fern, weil Liquidität Voraussetzung dafür ist, dass der Kapitalmarkt seine Bewertungsfunktion überhaupt erfüllen kann. Auf dieser Einsicht beruhen neben § 8 Abs. 1 Nr. 2 MaKonV auch § 5 Abs. 4 WpÜG-AV und die Rechtsprechung zum Erfordernis einer Unternehmensbewertung zur Ermittlung der Verschmelzungswertrelation bei Fehlen eines aussagekräftigen Börsenkurses<sup>163</sup>. Fehlt es an der erforderlichen Liquidität, besteht von vornherein nicht die Gefahr eines Eingriffs in einen funktionierenden Markt, der das Verbot der Marktmanipulation entgegenwirken soll.

Gegen die Zulässigkeit von Stabilisierungsmaßnahmen für Rechnung der AG lässt sich schließlich auch nicht einwenden, dass durch derartige Transaktionen ein künstliches Preisniveau herbeigeführt würde. Anderenfalls wäre jeder Erwerb eigener Aktien in nicht ganz unbedeutendem Umfang aus kapitalmarktrechtlichen Gründen unzulässig. Je mehr der Rückerwerb publik gemacht und je stärker die Gesellschaft sich mit ihrem Angebot binden würde, desto größer wären die Bedenken, sind doch die Auswirkungen auf den Kurs bei Festpreisangeboten erheblich größer als etwa beim nur unverbindlich angekündigten Rückerwerb über

<sup>162</sup> Begr. zu § 3 MaKonV, BR-Drucks. 18/05 v. 7. 1. 2005, S. 13.

<sup>163</sup> BGH ZIP 2001, 734, 736., BVerfGE 100, 289, 305 ff.



die Börse<sup>164</sup>. Transparenz und Vorhersehbarkeit des Verhaltens der Gesellschaft für die Marktteilnehmer sind indessen Umstände, die gerade gegen das Vorliegen von Marktmanipulation sprechen<sup>165</sup>. Das Gleiche gilt für das Anliegen, durch Transaktionen in eigenen Aktien die Liquidität des Marktes herzustellen, die ihrerseits Schutzgut des Manipulationsverbotes ist<sup>166</sup>.

## V. Eigene Aktien und Derivate

### 1. Die Fortentwicklung der Unternehmensfinanzierung und ihre Folgen für die Regelungen über eigene Aktien

Die Bestimmungen über eigene Aktien sind auf Transaktionen zugeschnitten, deren Gegenstand das verbriefte Mitgliedschaftsrecht ist. Der wirtschaftliche Erfolg des Erwerbs oder der Veräußerung von Aktien lässt sich aber in sehr weitgehendem Umfang auch durch den Einsatz von Eigenkapitalderivaten wie Optionen oder Equity Swaps erreichen, ohne dass es dabei sogleich oder überhaupt jemals zur Übertragung der Aktien kommen müsste, auf die sich das Derivat bezieht. Derartige Instrumente werfen daher im Hinblick auf die Regelungen über eigene Aktien eine Reihe ungeklärter Fragen auf, die im Folgenden anhand des Beispiels von Optionen erörtert werden sollen.

Gegenstand eines Aktienoptionsgeschäfts in seiner Grundform ist der Erwerb oder die Veräußerung des Rechts, zu einem bestimmten Termin oder jederzeit während der Vertragslaufzeit eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem im voraus festgelegten Basispreis entweder vom Kontrahenten (Stillhalter) zu kaufen (Kaufoption oder Call Option) oder an ihn zu verkaufen. (Verkaufsoption oder Put Option). Für dieses Recht entrichtet der Erwerber den Optionspreis, die sog. Optionsprämie. Der Käufer einer Kaufoption erwirbt das Recht, von seinem Kontrahenten, dem Stillhalter in Aktien, eine bestimmte Anzahl von Aktien zum Basispreis zu kaufen. Der Verkäufer einer Kaufoption (Stillhalter in Aktien) muss die Aktien bei Ausübung der Option liefern. Der Käufer einer Verkaufsoption erwirbt das Recht, von seinem Vertragspartner, dem Stillhalter in Geld, die Abnahme der Aktien gegen Zahlung des Basispreises zu verlangen. Der Verkäufer einer Verkaufsoption (Stillhalter in Geld) muss die Aktien gegen Zahlung des Basispreises abnehmen<sup>167</sup>. Dieses Grundmodell kann in verschiedenen Hinsichten variiert werden. So kann etwa vereinbart werden, dass bei Ausübung der Option statt der Lie-

<sup>164</sup> Zu den Auswirkungen unterschiedlicher Erwerbsverfahren auf den Aktienkurs vgl. etwa *Posner* AG 1994, 312, 316 f.

<sup>165</sup> Für Transparenz vgl. § 8 Abs. 1 Nr. 1 MaKonV.

<sup>166</sup> Vgl. § 8 Abs. 1 Nr. 2 MaKonV.

<sup>167</sup> BGHZ 92, 317, 319, BFH BStBl. II 1991, 300 = WM 1991, 627; ausführlich *Kniehase*, Derivate auf eigene Aktien, 2005, S. 28 f.

ferung von Aktien (sog. physical settlement) die Differenz zwischen Basispreis und aktuellem Kurs in Geld ausgeglichen wird (sog. Barausgleich oder cash settlement). Statt eines festen Terms oder Zeitfensters für die Ausübung der Option (europäische Option) kann dem Inhaber die jederzeitige Ausübungsmöglichkeit eingeräumt werden (amerikanische Option). Schließlich steht es im Belieben der Parteien, ob die Ausübung der Option ohne weiteres zur dinglichen Übertragung der Aktie führt (dingliche Option) oder dem Inhaber lediglich einen darauf gerichteten schuldrechtlichen Anspruch verschafft (schuldrechtliche Option).

Die Frage, ob ein Erwerb eigener Aktien vorliegt, der den Beschränkungen der §§ 71 ff. AktG unterliegt, stellt sich dann, wenn die Gesellschaft entweder eine Kaufoption erwirbt oder eine Verkaufsoption veräußert. Dagegen werfen die Begebung von Kaufoptionen und der Erwerb von Verkaufsoptionen auf eigene Aktien Fragen hinsichtlich der Veräußerung eigener Aktien auf.

## **2. Erwerb von Kaufoptionen**

### **a) Kaufoptionen auf Lieferung von Aktien**

#### **aa) Zeitpunkt des Aktienerwerbs**

Der Erwerb einer Kaufoption vermittelt der Gesellschaft das Recht, eigene Aktien zu einem im Vorhinein festgelegten Preis zu erwerben, ohne dass sie dazu verpflichtet wäre. Sie ermöglicht es daher der AG, sich gegen das Kursänderungsrisiko von Verpflichtungen abzusichern, die auf die Ausgabe von Aktien gerichtet sind oder sich der Höhe nach am Aktienkurs orientieren<sup>168</sup>. Nicht der Erwerb der Option selbst, sondern erst die Ausübung der Option ist daher als Erwerb eigener Aktien zu qualifizieren<sup>169</sup>. Das gilt auch dann, wenn man als „Erwerb“ iSv. § 71 AktG nicht nur die dingliche Übertragung<sup>170</sup>, sondern auch das ihr zugrunde liegende schuldrechtliche Geschäft ansieht<sup>171</sup>. Entscheidend ist nach der zuletzt genannten Auffassung die Erwerbsverpflichtung, an der es bei einer Kaufoption der Gesellschaft gerade fehlt<sup>172</sup>. Dementsprechend setzt der Erwerb einer Kaufoption auf eigene Aktien nicht voraus,

<sup>168</sup> Vgl. etwa *Ihrig*, FS Ulmer, 2003, S. 829.

<sup>169</sup> *Oechsler* in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 76; *Wiederholt*, S. 65; *Mick* DB 1999, 1201, 1203; *Schmid/Mühlhäuser* AG 2001, 493, 494 f.; *Vetter* AG 2003, 478, 479.

<sup>170</sup> So *Lüken* (Fn. 4), S. 165; *Mick* DB 1999, 1201, 1203; *Grobecker/Michel* DB 2001, 1757, 1763; *Schmid/Mühlhäuser* AG 2001, 493, 494.

<sup>171</sup> So *Lutter* in: KölnKomm AktG § 71 Rn. 18; *Oechsler* in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 68; wohl auch *Hüffer* § 71 Rn. 4.

<sup>172</sup> Zutr. *Vetter* AG 2003, 478, 479.

dass einer der Tatbestände des § 71 Abs. 1 AktG erfüllt wäre<sup>173</sup>. Ebenso wenig muss beim Optionserwerb die 10%-Grenze des § 71 Abs. 2 Satz 1 eingehalten und die Rücklage für eigene Aktien nach § 71 Abs. 2 S. 2 AktG gebildet werden. Sofern physische Lieferung vereinbart ist, führt allerdings die Ausübung der Option zum Erwerb eigener Aktien. Das gilt unabhängig davon, ob es sich um eine dingliche oder um eine schuldrechtliche Option handelt. Die Ausübung der Option ist daher nur zulässig, wenn einer der in § 71 Abs. 1 AktG aufgeführten Erwerbsgründe vorliegt und die Voraussetzungen des § 71 Abs. 2 AktG erfüllt sind<sup>174</sup>. Als Erwerbsgrund wird regelmäßig allein eine Ermächtigung der Hauptversammlung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG in Betracht kommen. Diese Bestimmung wirft allerdings im vorliegenden Zusammenhang Zweifelsfragen auf.

### **bb) Gleichbehandlung der Aktionäre**

Problematisch ist beim Einsatz von Optionen zunächst das Erfordernis der Einhaltung des Gleichbehandlungsgrundsatzes, dessen Geltung für Erwerb und Veräußerung eigener Aktien durch § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG ausdrücklich klargestellt ist. Bezogen auf den Erwerb eigener Aktien soll damit sichergestellt werden, dass alle Aktionäre gleichmäßig die Chance erhalten, ihre Beteiligung zu liquidieren. Bei Erwerb der Option steht zwar regelmäßig nicht fest, ob das Recht ausgeübt wird und es zum Aktienerwerb kommt; ein selektiver Optionserwerb präjudiziert aber für den Fall der Ausübung der Option einen auf die Stillhalter beschränkten Aktienerwerb.

Im Schrifttum wird teilweise danach differenziert, ob es sich beim Stillhalter (Veräußerer der Option) um einen Aktionär handelt oder nicht. Nur im ersten Fall soll der Gleichbehandlungsgrundsatz zu beachten sein, während im zweiten Fall auch ein zwischenzeitlicher Aktienerwerb durch den Stillhalter nichts an der Unanwendbarkeit des § 53a AktG ändere<sup>175</sup>. Andere nehmen an, der Erwerb einer Kaufoption von einer Bank sei selbst dann nicht dem mitgliedschaftlichen Bereich zuzurechnen, wenn die Bank Aktionärin der Gesellschaft sei, denn sie sei an dem Geschäft nicht in ihrer Eigenschaft als Verbandsmitglied beteiligt<sup>176</sup>.

Sofern physische Lieferung von Aktien vereinbart ist, setzt die Erfüllung des Anspruchs der Gesellschaft indessen voraus, dass der Stillhalter sich jedenfalls die Verfügungsmöglichkeit über die notwendige Zahl von Aktien verschafft. Die Transaktion ist daher nicht anders zu

---

<sup>173</sup> Anders section 165, 378 Abs. 2 Companies Act 1985, wonach der Erwerb einer Call Option nur aufgrund einer mit der  $\frac{3}{4}$  - Mehrheit (section 378 Abs. 2 Companies Act 1985) erteilten Ermächtigung der Gesellschafterversammlung zulässig ist.

<sup>174</sup> *Oechsler* in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 76.

<sup>175</sup> *Mick* DB 1999, 1201, 1205; *Vetter* AG 2003, 478, 479.

<sup>176</sup> *Grobecker/Michel* DStR 2001, 1757, 1763; *Möller* (Fn. 146), Rn. 273.

behandeln als andere Geschäfte, die mit einem Dritten im Hinblick auf seine zukünftige Aktionärs-eigenschaft geschlossen werden und die aus diesem Grund den für Aktionäre geltenden Bestimmungen und Grundsätzen unterworfen sind<sup>177</sup>. Die Gesellschaft müsste also allen Aktionären anbieten, von ihnen Kaufoptionen zu erwerben, es sei denn, es läge ein sachlicher Grund für eine unterschiedliche Behandlung vor. Dabei ist zunächst zu beachten, dass nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 AktG ein Erwerb über die Börse dem Gleichbehandlungsgrundsatz genügt. Rechtspolitische Kritik an dieser Regelung rechtfertigt es nicht, ihre Anwendung auf Optionsgeschäfte zu verneinen<sup>178</sup>. Dagegen ist der Umstand, dass es sich bei Optionsbedingungen um verhältnismäßig komplexe und nicht vollständig standardisierte Verträge handelt, kein hinreichender Grund dafür, den Erwerb von Kaufoptionen auf solche Veräußerer zu beschränken, die derartige Rechte anbieten, weil man von der Gesellschaft nicht verlangen kann, selbst Optionsbedingungen zu entwerfen<sup>179</sup>. Es bereitet der Gesellschaft keinen unzumutbaren Aufwand, die Bedingungen, zu denen Optionen auf ihre Aktien angeboten werden, zu übernehmen. Das praktische Bedürfnis, Kaufoptionen auf eigene Aktien von einem an der Gesellschaft nicht beteiligten Finanzdienstleister erwerben zu können, lässt sich indessen dadurch mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz vereinbaren, dass der Finanzdienstleister sich in dem Vertrag mit der Gesellschaft verpflichtet, die zur Erfüllung seiner Verpflichtung aus der Option erforderlichen Aktien seinerseits unter Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes, insbesondere über die Börse, zu erwerben<sup>180</sup>. Wie § 186 Abs. 5 AktG zeigt, ist dem Aktionärschutz bei Kapitalmaßnahmen Genüge getan, wenn ein von der Gesellschaft eingeschalteter Finanzdienstleister ihre Verpflichtungen gegenüber den Aktionären übernimmt. Auf diese Weise ist dem Anliegen, den Aktionären eine gleichmäßige Liquidation ihrer Beteiligung zu ermöglichen, Rechnung getragen, ohne dass der Optionserwerb durch die Gesellschaft übermäßig erschwert würde.

Für den Erwerb eigener Aktien ist umstritten, ob dem Gleichbehandlungsgrundsatz Genüge getan ist, wenn alle Aktionäre die Möglichkeit haben, einen ihrer jeweiligen Beteiligungsquote entsprechenden Teil ihrer Aktien im Rahmen eines Aktienrückkaufs an die Gesellschaft zu veräußern<sup>181</sup>, oder ob §§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3, 53a AktG darüber hinaus eine ergebnisorientierte Gleichbehandlung dergestalt fordern, dass den Aktionären, gleichsam in Umkehrung

<sup>177</sup> Zur Erstreckung der Vermögensbindung auf künftige Aktionäre vgl. etwa *Hüffer* § 57 Rn. 14 m. Nachw.

<sup>178</sup> *AA Paefgen AG* 1999, 67, 71.

<sup>179</sup> So aber *Vetter AG* 2003, 478, 479; *Kniehase* (Fn. 167), S. 238.

<sup>180</sup> Ebenso im Ergebnis *Grobecker/Michel* DStR 2001, 1757, 1762; *Möller* (Fn. 146), Rn. 274; *Kniehase* (Fn. 167), S. 240.

<sup>181</sup> So *Benckendorff* (Fn. 4), S. 242 ff.; *Bezenberger* (Fn. 2), Rn. 136; *Lüken* (Fn. 4), S. 154; *Möller* (Fn. 146), Rn. 240; *Wastl/Wagner/Lau* (Fn. 8), S. 134 ff.; *Baum* ZHR 167 (2003), 580, 595; *Budde*, FS Offerhaus, 1999, 659, 666 f.; v. *Rosen/Helm AG* 1996, 434, 439 f.; *Wastl* DB 1997, 461, 464.

des Bezugsrechts, ein (handelbares) Andienungsrecht zusteht, aufgrund dessen sie von der Gesellschaft die Übernahme von Aktien entsprechend ihrer Beteiligungsquote verlangen können<sup>182</sup> und das nur durch einen Beschluss der Hauptversammlung nach Maßgabe der für das Bezugsrecht geltenden Grundsätze ausgeschlossen werden kann<sup>183</sup>. Wie indessen schon § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 AktG zeigt, bestehen solche Andienungsrechte von Gesetzes wegen beim Aktienrückkauf nicht. Beim Erwerb von Kaufoptionen auf eigene Aktien, die nicht einmal notwendigerweise zu einem Erwerb eigener Aktien führen, stehen sie den Aktionären erst recht nicht zu.

### cc) Gegenwert

Eine Erwerbsermächtigung durch die Hauptversammlung muss nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG u.a. den niedrigsten und höchsten Gegenwert festlegen, zu dem die Gesellschaft eigene Aktien erwerben darf. Bei einem Erwerb durch Ausübung einer Kaufoption ist umstritten, ob der Gegenwert aus dem Basispreis zuzüglich der von der Gesellschaft gezahlten Optionsprämie<sup>184</sup> oder aus der Summe von Basispreis und dem aktuellen Wert des Optionsrechts<sup>185</sup> besteht. Ein Aktienerwerb durch Ausübung einer Kaufoption kommt nur in Betracht, wenn der aktuelle Aktienkurs über dem Ausübungspreis liegt. Aus diesem Grund ist im vorliegenden Zusammenhang vor allem die Frage nach der maßgeblichen Preisuntergrenze von Interesse. Bei starkem Ansteigen des Aktienkurses besteht nämlich die Gefahr, dass die Summe aus Optionsprämie und Ausübungspreis geringer ist als der niedrigste Gegenwert ist. Nach der ersten Auffassung dürfte die Gesellschaft in diesem Fall die Option nicht ausüben und müsste daher auf eine besonders günstige Erwerbsmöglichkeit verzichten<sup>186</sup>. Nach der zweitgenannten Ansicht, der im Ergebnis zu folgen ist, wäre ein Erwerb hingegen stets zulässig. Da der Wert einer Kaufoption annähernd der Differenz zwischen Marktwert der Aktie und Ausübungspreis entspricht, läge der von der Gesellschaft für den Aktienerwerb aufgewandte Gegenwert immer nahe am Börsenkurs<sup>187</sup>.

<sup>182</sup> Henze/Notz in: Großkomm AktG § 53a Rn 34; Seibert/Kiem, Handbuch der kleinen AG, 4. Aufl., 2000, Rn. 905; Habersack ZIP 2004, 1121, 1125; Oechsler in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 200, 214; ders. ZHR 170 (2006), 72, 86; Paefgen AG 1999, 67, 68 f.; ders. ZIP 2002, 1509, 1510 f.; Kniehase (Fn. 167), S. 246; sympathisierend Huber, FS Kropff, 1997, S. 101, 115 ff.

<sup>183</sup> Dabei ist zwischen den Vertretern dieser Lehre umstritten, ob ein solcher Beschluss entsprechend § 186 Abs. 3 S. 2 AktG eine Dreiviertelmehrheit voraussetzt (so etwa Paefgen AG 1999, 67, 71) oder ob eine einfache Mehrheit ausreicht (so etwa Oechsler in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 201).

<sup>184</sup> Schmid/Mühlhäuser AG 2004, 343.

<sup>185</sup> Butzke WM 1995, 1389, 1392 (zu Nr. 7); Möller (Fn. 146), Rn. 53; Vetter AG 2003, 478, 480 f.; ders. AG 2004, 344 f.; unklar Oechsler in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 179, der zusätzlich zum Basispreis und zum aktuellen Wert des Optionsrechts auch die Optionsprämie in Ansatz bringen will und damit den Wert der Option doppelt berücksichtigt.

<sup>186</sup> Vetter AG 2003, 478, 480; Möller (Fn. 146), Rn. 52.

<sup>187</sup> Vetter AG 2003, 478, 480 f.; grundsätzl. zust. Kniehase (Fn. 167), S. 269 ff.

Für die zuerst genannte Ansicht spricht auf den ersten Blick, dass die Gesellschaft die Optionsprämie tatsächlich aufgewendet hat und sie daher einen Teil des Gesamtbetrages darzustellen scheint, den die Gesellschaft für den Erwerb entrichtet<sup>188</sup>. Auch bilanzrechtlich<sup>189</sup> und steuerrechtlich<sup>190</sup> stellt die Optionsprämie einen Teil der Anschaffungskosten für die Aktien dar. Das Problem, dass bei steigenden Aktienkursen der Ansatz des gezahlten Optionspreises statt des aktuellen Optionswertes zu einer Unterschreitung der Preisuntergrenze führen kann, lässt sich durch Festlegung eines sehr niedrigen geringsten Gegenwerts vermeiden<sup>191</sup>.

Die besseren Gründe sprechen indessen für den Ansatz des aktuellen Optionswertes als Teil der von der AG für den Aktienerwerb erbrachten Gegenleistung. Wenn der aktuelle Börsenkurs der Aktie höher ist als der Ausübungspreis, die Option also einen positiven Wert hat, könnte der Vorstand die Option veräußern statt sie auszuüben und den Erlös für den Erwerb der Aktie verwenden. Da der Wert der Option annähernd der Differenz zwischen aktuellem Marktpreis und Ausübungspreis entspricht, würde die Gesellschaft in diesem Fall die Summe aus aktuellem Wert der Option und Ausübungspreis für den Aktienerwerb aufwenden<sup>192</sup>. Der Umstand, dass die Gesellschaft sich den Umweg über die Veräußerung der Option erspart, ändert nichts am wirtschaftlichen Gehalt des Erwerbsvorgangs. Die bilanzrechtliche Behandlung des Aktienerwerbs kraft Optionsausübung beruht auf spezifisch bilanzrechtlichen Erwägungen, die einen Ansatz der Option mit einem über den Anschaffungskosten liegenden Wert nicht zulassen. Für die gesellschaftsrechtliche Beurteilung der Gegenleistung sind sie nicht entscheidend. Maßgeblich ist insoweit vor allem der Zweck des Beschlusserfordernisses nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG. Die Festlegung einer Preisuntergrenze soll der Gefahr vorbeugen, dass der Vorstand selbst dann noch in eigene Aktien investiert, wenn die Bewertung durch den Markt zeigt, dass diese Anlage besonders riskant ist<sup>193</sup>. Diese Gefahr kann gerade bei erheblichen Kursverlusten bestehen. Beruhen diese Verluste auf der negativen wirtschaftlichen Entwicklung der Gesellschaft, stellt u.U. auch ein Erwerb eigener Aktien zu einem auf den ersten Blick niedrigen Kurs keinen besonders günstigen Kauf dar. Dagegen wird die Summe von Ausübungspreis und Optionsprämie den im Beschluss festgesetzten niedrigsten Gegenwert nur dann unterschreiten, wenn der Kurs der Aktie erheblich gestiegen ist. Die Gefahr, dass der Vorstand zur Stützung der eigenen Position in wertlose eigene Aktien investiert,

<sup>188</sup> Schmid/Mühlhäuser AG 2004, 343, 344 mit Beispielen für die unterschiedlichen Auswirkungen beider Ansätze.

<sup>189</sup> Schmid/Mühlhäuser AG 2004, 343, 344.

<sup>190</sup> Vgl. BMF-Schreiben v. 25. 10. 2004, IV C 3 – S. 2256 – 238/04, Rn. 8.

<sup>191</sup> So allgemein die Empfehlung von Bezenberger (Fn. 2) Rn. 43; Möller (Fn. 146) Rn. 50.

<sup>192</sup> Vetter AG 2003, 478, 481.

<sup>193</sup> Für verfehlt halten das Erfordernis der Festlegung einer Preisuntergrenze etwa Bezenberger (Fn. 2), Rn. 43; Johannsen-Roth (Fn. 4), S. 168; Möller (Fn. 146), Rn. 50; Schmid/Mühlhäuser AG 2001, 493, 498.

besteht hier folglich nicht. Diese teleologische Erwägung bestätigt, dass beim Einsatz von Kaufoptionen „Gegenwert“ iSv. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG die Summe von Basispreis und dem aktuellen Wert des Optionsrechts ist.

### **b) Wahlrecht der Gesellschaft zwischen Aktienlieferung und Barausgleich**

Die Erwägungen zur Gleichbehandlung der Aktionäre und zum Gegenwert gelten auch dann, wenn die Gesellschaft das Recht hat, statt Lieferung von Aktien Barausgleich zu verlangen. Trotz dieses Wahlrechts ist bei Erwerb der Option nicht auszuschließen, dass es zu einem Erwerb eigener Aktien kommen wird. Ebenso bestimmt sich der Gegenwert, den die Gesellschaft zu erbringen hat, wenn sie Lieferung von Aktien wählt, nach der Summe von Ausübungspreis und aktuellem Wert der Option.

### **c) Auf Barausgleich gerichtete Kaufoptionen**

Dagegen ist die Bedeutung des Gleichbehandlungsgrundsatzes erheblich eingeschränkt, wenn die Option von vornherein ausschließlich auf Barausgleich gerichtet ist. Die Lieferung von Aktien kann nur durch einen Aktionär erfolgen. Dementsprechend gebietet der Gleichbehandlungsgrundsatz beim Erwerb eigener Aktien oder darauf gerichteter Optionen, dass unter gleichen Voraussetzungen alle Aktionäre gleichmäßig die Möglichkeit erhalten, ihre Anteile der Gesellschaft anzudienen. Demgegenüber ist eine aktienkursabhängige Geldzahlung unabhängig von der Aktionärsstellung möglich. Die Gesellschaft ist daher beim Erwerb von auf Barausgleich gerichteten Kaufoptionen nur dann zu gleichmäßiger Behandlung ihrer Aktionäre verpflichtet, wenn sie einen Veräußerer gerade wegen dessen Mitgliedschaft auswählen will<sup>194</sup>.

## **3. Veräußerung von Verkaufsoptionen**

### **a) Verkaufsoptionen auf Lieferung von Aktien**

#### **aa) Zeitpunkt des Aktienerwerbs**

Mit der Veräußerung einer Verkaufsoption, die auf Lieferung (bzw. aus Sicht des Stillhalters auf Abnahme) von Aktien gerichtet ist, vermittelt die Gesellschaft dem Optionsinhaber das Recht, ihr eigene Aktien zu übertragen und dafür die Zahlung des Ausübungspreises zu ver-

---

<sup>194</sup> So im Ergebnis auch *Ihrig*, FS Ulmer, 2003, S. 829, 843 f., der zu Unrecht *Paefgen* AG 1999, 67, 71, 74 für die Gegenauffassung in Anspruch nimmt. *Paefgen* handelt aaO. nicht vom Erwerb, sondern von der Ausgabe von auf Barausgleich gerichteten Kaufoptionen durch die Gesellschaft. Die dafür maßgebliche Erwägung, den Aktionären drohe bei zu hohem Barausgleich eine Verwässerung des Wertes ihrer Beteiligung, gilt nicht für den Fall des Erwerbs von Kaufoptionen.

langen. Zur Übertragung von Aktien kommt es zwar auch hier erst bei Ausübung der Option, zu der es selbst dann nicht notwendigerweise kommen muss, wenn die Option zur Zeit der Begebung „im Geld“ ist<sup>195</sup>. Anders als in dem zuvor erörterten Fall des Erwerbs einer Kaufoption durch die AG liegt aber die Erwerbsentscheidung nicht mehr bei der Gesellschaft. Fällt der Aktienkurs unter den Ausübungspreis, wird der Optionsinhaber die Option ausüben, so dass die Gesellschaft eigene Aktien entgeltlich erwerben muss. Das wirft die Frage auf, ob nicht bereits die Begebung der Verkaufsoption als Erwerb eigener Aktien zu qualifizieren ist, auf den §§ 71 ff. AktG Anwendung finden<sup>196</sup>.

Die Problematik wird im Schrifttum meist im Zusammenhang mit der Frage erörtert, ob unter „Erwerb“ i.S.v. § 71 AktG Erwerb nur die dingliche Übertragung (enger Erwerbsbegriff)<sup>197</sup> oder auch das zugrunde liegende schuldrechtliche Geschäft (weiter Erwerbsbegriff)<sup>198</sup> zu verstehen ist. Für ein auf die dingliche Übertragung beschränktes Verständnis des Begriffs „Erwerb“ spricht auf den ersten Blick, dass § 71 Abs. 4 AktG ausdrücklich zwischen dem Erwerb eigener Aktien und einem schuldrechtlichen Geschäft über den Erwerb differenziert<sup>199</sup>. Weiterhin wird geltend gemacht, es liege noch keine Rückgewähr von Einlagen an die Aktionäre vor, solange die Parteien ihre Verpflichtungen noch nicht erfüllt hätten, insbesondere den Kaufpreis noch nicht gezahlt sei<sup>200</sup>; allein durch das schuldrechtliche Geschäft entstehe noch keine wirtschaftliche Belastung der AG<sup>201</sup>.

Bei dieser Begründung wird indessen der für die Auslegung des Erwerbsbegriffs maßgebliche Zweck der Vorschrift nicht hinreichend berücksichtigt. Wenn § 71 Abs. 1 AktG die Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien an das Vorliegen eines der in dieser Vorschrift aufgeführten Erwerbsgründe knüpft, ist dies dahin zu verstehen, dass die Gesellschaft sich ohne das Vorliegen eines solchen Grundes nicht zur Übernahme eigener Aktien verpflichten darf. Auch die durch § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG ausdrücklich bekräftigte Geltung des Gleichbehandlungsgrundsatzes bezieht sich bereits auf die Erwerbsverpflichtung. Die Differenzierung zwischen Erwerb und schuldrechtlichem Geschäft über den Erwerb in § 71 Abs. 4 AktG ist für das Verständnis des Erwerbsbegriffs wenig ergiebig. Das Gesetz zieht damit lediglich im Bereich der Rechtsfolgen die Konsequenz aus dem Umstand, dass der Übergang der Aktionärsstellung als

<sup>195</sup> Mick DB 1999, 1201, 1203.

<sup>196</sup> Bejahend etwa Oechsler in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 75.

<sup>197</sup> So Wiederholt, S. 31 ff.; Lüken (Fn. 4), S. 165; Kniehase (Fn. 167), S. 222 ff.; Mick DB 1999, 1201, 1203; Grobecker/Michel DB 2001, 1757, 1763; Schmid/Mühlhäuser AG 2001, 493, 494.

<sup>198</sup> So Lutter in: KölnKomm AktG § 71 Rn. 18; Oechsler in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 68; Hüffer § 71 Rn. 4.

<sup>199</sup> Mick DB 1999, 1201, 1203; Grobecker/Michel DB 2001, 1757, 1763.

<sup>200</sup> Schmid/Mühlhäuser AG 2001, 493, 494.

<sup>201</sup> Schmid/Mühlhäuser AG 2001, 493, 494.



solcher keine Nachteile für die AG mit sich bringt und darüber hinaus ohne wirksamen Rechtsübergang eine Veräußerung nach § 71c AktG problematisch wäre.

Die Überlegenheit der Einbeziehung auch des schuldrechtlichen Geschäfts in den Erwerbsbegriff zeigt sich auch bei der Behandlung von Optionen. Bezogen auf die Begebung von Verkaufsoptionen auf eigene Aktien folgern die Vertreter des engen Erwerbsbegriffs, dass die Voraussetzungen des § 71 Abs. 1 und 2 AktG erst bei Übertragung der Aktien nach Ausübung der Option erfüllt sein müssten. Sei das nicht der Fall, habe dies die Nichtigkeit des schuldrechtlichen Geschäfts zur Folge<sup>202</sup>. Dabei ist wiederum umstritten, ob unter dem „schuldrechtlichen Geschäft“ der Optionsvertrag<sup>203</sup> oder ein durch Ausübung der Option zustande gekommener Kaufvertrag<sup>204</sup> zu verstehen ist. Nach beiden Varianten hinge indessen die Durchsetzbarkeit einer von der Gesellschaft begebenen Verkaufsoption auf eigene Aktien von künftigen Umständen, namentlich der finanziellen Lage der Gesellschaft bei Optionsausübung und dem zu diesem Zeitpunkt vorhandenen Bestand an eigenen Aktien, ab. Damit wären von einer Gesellschaft als Stillhalterin begebene Verkaufsoptionen auf eigene Aktien mit erheblichen Unsicherheiten behaftet<sup>205</sup>. Für Optionsinhaber, denen es auf die Möglichkeit ankommt, sich ihrer Aktien zu einem bestimmten Preis zu entledigen und nicht lediglich einen Barausgleich zu vereinnahmen, wären sie als Mittel zur Absicherung wenig geeignet.

Demgegenüber ist nach dem weiten Erwerbsbegriff die Zulässigkeit einer solchen Transaktion nach den Verhältnissen bei Abschluss des Optionsvertrages zu beurteilen. Die Gesellschaft darf danach eine Verkaufsoption nur dann begeben, wenn bereits zu diesem Zeitpunkt ein Erwerbsgrund nach § 71 Abs. 1 AktG vorliegt. Weiterhin darf die 10%-Grenze des § 71 Abs. 2 S. 1 AktG zur Zeit der Optionsbegebung unter Berücksichtigung der von der Option erfassten Aktien nicht überschritten werden. Bereits bei Begebung der Option ist damit sichergestellt, dass die Gesellschaft nicht gezwungen sein wird, eigene Aktien unter Verstoß gegen die Erwerbsbeschränkungen des § 71 Abs. 1, Abs. 2 S. 1 AktG zu übernehmen.

Sofern die Aktien bei Erwerb nicht eingezogen werden sollen, muss die Gesellschaft schließlich bereits bei Optionsbegebung zu Lasten freier Mittel eine Rücklage für eigene Aktien nach § 272 Abs. 4 HGB bilden können, obwohl zu dieser Zeit noch nicht fest steht, ob die Option ausgeübt werden wird und sie die Aktien übernehmen muss. Die Optionsprämie ist nach h.L.

<sup>202</sup> Schmid/Mühlhäuser AG 2001, 493, 495.

<sup>203</sup> So Paefgen AG 1999, 67, 73 f.; Oechsler in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 75, 208.

<sup>204</sup> Mick DB 1999, 1201, 1203

<sup>205</sup> Vgl. dazu Kniehase (Fn. 167), S. 257 ff.

bilanziell durch sonstige Verbindlichkeiten oder durch eine Rückstellung zu neutralisieren<sup>206</sup>; der Rücklage für eigene Aktien, in der die Aktien mit dem Ausübungspreis abzüglich der vereinnahmten Optionsprämie<sup>207</sup> anzusetzen sind, steht daher kein entsprechendes Aktivum gegenüber. Sie führt folglich zu einer Reduzierung des Bilanzgewinns. Eine spätere Übernahme der Aktien gegen Zahlung des Ausübungspreises wirkt sich dagegen nicht auf die Höhe des Bilanzgewinns aus; das Gleiche gilt für eine anschließende Teilwertabschreibung der Aktien, die zu einer entsprechenden Reduzierung der Rücklage für eigene Aktien führt. Kommt es nicht zur Ausübung der Option, ist die Rücklage für eigene Aktien gewinnerhöhend<sup>208</sup> aufzulösen. Auf diese Weise wird das mit der Option verbundene Risiko bereits bei ihrer Begebung vollständig erfasst. Damit ist sichergestellt, dass es nicht bei Optionsausübung zu einer Erhöhung des Bilanzgewinns infolge eines Erwerbs eigener Aktien kommt. Zugleich wird die für den Optionserwerber notwendige Rechtssicherheit gewährleistet.

#### **bb) Gleichbehandlung der Aktionäre**

Ebenso wenig wie den Aktionären beim Erwerb von Kaufoptionen auf eigene Aktien durch die Gesellschaft ein Andienungsrecht zusteht, besteht bei der Ausgabe von Verkaufsoptionen ein Bezugsrecht of solche Finanztitel. Der Schutz der Aktionäre beschränkt sich vielmehr auf den Gleichbehandlungsgrundsatz. Da die Lieferung der Aktien bei Ausübung der Verkaufsoption voraussetzt, dass der Stillhalter sich jedenfalls die Verfügungsmöglichkeit über die notwendige Zahl von Aktien verschafft, gebietet er auch dann die gleichmäßige Behandlung aller Aktionäre, wenn ein von der Gesellschaft in Aussicht genommener Optionserwerber noch nicht an ihr beteiligt ist. Allerdings lässt der Gleichbehandlungsgrundsatz Raum für Differenzierungen aus sachlichem Grund, ohne dass dafür ein Beschluss der Hauptversammlung erforderlich wäre, wie er für den Ausschluss des Bezugsrechts erforderlich ist. Im Übrigen gilt auch hier, dass trotz rechtspolitischer Kritik an § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 AktG eine Veräußerung von Verkaufsoptionen über die Börse dem Gleichbehandlungsgrundsatz genügt.

#### **cc) Gegenwert**

Beruhet die Begebung der Verkaufsoption auf einer Ermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, muss der von der Gesellschaft aufzubringende Gegenwert sich innerhalb der im Beschluss festgelegten Grenzen bewegen. Damit soll die Hauptversammlung darüber entscheiden, innerhalb welchen Rahmens sich die Gegenleistung für eigene Aktien bewegen darf. Bei

<sup>206</sup> Vgl. BFH BStBl. II 2004, 126 = NZG 2003, 739; Schmid/Mühlhäuser AG 2001, 493, 503; Adler/Düring/Schmaltz, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, Teilband 6, 6. Aufl., 1998, § 246 HGB Rn. 373; Förschle in: Beck'scher Bilanzkomm., 6. Aufl., 2006, § 246 Rn. 151.

<sup>207</sup> Sie mindert bei Ausübung der Option die Anschaffungskosten für die Aktien, siehe dazu sogleich (3).

<sup>208</sup> Vgl. § 158 Abs. 1 Nr. 3. b) AktG.

Ausübung der Option übernimmt die Gesellschaft die Aktien gegen Zahlung des Ausübungspreises. Da die Verpflichtung der Gesellschaft, bei Optionsausübung eigene Aktien zum Ausübungspreis zu übernehmen, als Erwerb i.S.v. § 71 AktG zu qualifizieren ist<sup>209</sup>, ist die dafür vereinnahmte Optionsprämie vom Ausübungspreis abzuziehen. Immerhin muss aber die Hauptversammlung die möglicherweise dennoch erhebliche Abweichung des Ausübungspreises vom niedrigeren Börsenkurs bei Ausübung der Option in ihrem Beschluss zulassen.

### **b) Wahlrecht des Optionsinhabers zwischen Aktienlieferung und Barausgleich**

Die vorstehenden Erwägungen zum Erwerbszeitpunkt, zur Gleichbehandlung der Aktionäre und zum Gegenwert gelten auch dann, wenn der Optionsinhaber das Recht hat, statt Abnahme von Aktien Barausgleich zu verlangen. Steht das Wahlrecht dem Optionsinhaber zu, hat die Gesellschaft ebenso wenig wie bei einer allein auf Aktienlieferung gerichteten Verkaufsoption Einfluss auf die Übernahme eigener Aktien.

### **c) Auf Barausgleich gerichtete Verkaufsoptionen**

Sofern für den Fall der Optionsausübung Barausgleich vereinbart ist oder die Gesellschaft zwischen Abnahme der Aktien und Barausgleich wählen kann, schuldet sie als Stillhalterin nicht die Übernahme eigener Aktien, sondern lediglich Zahlung der Differenz zwischen dem Ausübungspreis und dem Marktpreis zum Stichtag<sup>210</sup>. Die hL verneint hier das Vorliegen eines Erwerbs i.S.v. § 71 AktG, weil es nicht zum Erwerb der Mitgliedschaft kommt<sup>211</sup>. Die typischen Gefahren des Erwerbs eigener Aktien lägen bei Optionen mit Barausgleich nicht vor. Weder könne der Vorstand Einfluss auf die Zusammensetzung des Aktionärkreises nehmen noch bestehe die Gefahr einer Ungleichbehandlung der Aktionäre<sup>212</sup>. Es wird zwar eingeräumt, dass die Gesellschaft im Ergebnis das Risiko der negativen Wertentwicklung der Aktie trägt. Das sei aber nicht anders zu beurteilen als bei jedem anderen Termingeschäft. Daran ändere auch der Umstand nichts, dass es bei einer Wette auf die positive Kursentwicklung der eigenen Aktie bei schlechter Geschäftsentwicklung zu dem für den Erwerb eigener Aktien charakteristischen Doppelschaden aus allgemeinen Wertverlusten und Kursverlusten kommen könne; § 71 AktG beschränke diese Art der Risikoübernahme nicht<sup>213</sup>. Dem Vorstand sei es

<sup>209</sup> Anders die steuerrechtliche Zweivertragstheorie, vgl BFH BStBl. II 1991, 300 = WM 1991, 627.

<sup>210</sup> Oechsler in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 77.

<sup>211</sup> Mick DB 1999, 1201, 1202, 1204; Oechsler in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 78; Schmid/Mühlhäuser AG 2001, 493, 495; Ihrig, FS Ulmer, 2003, S. 829, 834 ff; aA Paefgen AG 1999, 67, 71.

<sup>212</sup> Oechsler in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 78.

<sup>213</sup> Oechsler in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 78; Schmid/Mühlhäuser AG 2001, 493, 495.

schließlich auch erlaubt, Optionen auf eigene Aktien zu kaufen und zu verkaufen, obwohl bei falscher Wette ähnliche Verluste drohten<sup>214</sup>.

Der Umstand, dass der Erwerb von Kaufoptionen auf eigene Aktien nicht von § 71 AktG erfasst ist, lässt indessen keinen Schluss auf die Zulässigkeit der Ausgabe von Verkaufsoptionen zu. Zwar hängt der Wert der Kaufoption auch vom Aktienkurs ab. Schlimmstenfalls droht hier aber der Verlust der Optionsprämie. Dagegen trägt die Gesellschaft bei Veräußerung einer Verkaufsoption das Risiko von Kursverlusten in vollem Umfang. Insoweit unterscheidet sich das Vermögensrisiko für die Gesellschaft, ihre Gläubiger und Aktionäre nicht nennenswert von demjenigen beim Erwerb eigener Aktien. Jedenfalls für börsennotierte Gesellschaften bedeutet es wirtschaftlich keinen erheblichen Unterschied, ob die Gesellschaft bei Ausübung der Option den Barausgleich leistet oder die Aktien gegen Zahlung des Ausübungspreises übernimmt und sogleich zum geringeren Marktpreis weiterveräußert. Zwar erhält die Gesellschaft für das Eingehen der Stillhalterposition in Form der Optionsprämie eine Gegenleistung, die ihr auch dann verbleibt, wenn die Option nicht ausgeübt wird. Erkennt man aber an, dass bereits im Abschluss eines Optionsgeschäfts ein Erwerbsstatbestand i.S.v. § 71 AktG zu sehen sein kann, der unter aktienrechtlichen Gesichtspunkten mit einer späteren Aktienübernahme eine Einheit bildet, stellt sich für den Fall der Optionsausübung die Prämie lediglich als eine Reduzierung des von der Gesellschaft geschuldeten Gegenwerts dar.

Der Vergleich mit anderen Spekulationsgeschäften, die einzugehen dem Vorstand nicht verwehrt sein mag, ist bestenfalls begrenzt tragfähig. Das Risiko einer Verwässerung des Wertes der Beteiligung der Aktionäre durch die Vereinbarung einer zu geringen Optionsprämie oder aus Sicht der Gesellschaft ungünstiger Optionsbedingungen unterscheidet sich zwar nicht grundsätzlich von den Gefahren anderer Finanztransaktionen<sup>215</sup>. Den Beschränkungen des Erwerbs eigener Aktien liegt aber nicht zuletzt die Erwägung zugrunde, dass der Vorstand nicht dazu berufen ist, auf die Wertentwicklung des eigenen Unternehmens zu wetten<sup>216</sup>.

Schließlich ist die Veräußerung von Verkaufsoptionen mit Barausgleich im Hinblick auf die Gleichbehandlung der Aktionäre nicht von vornherein unproblematisch. Sofern derartige Optionen an Aktionäre begeben werden, nimmt ihnen die Gesellschaft gegen Zahlung der Optionsprämie das Risiko eines Kursverfalls ab. Bei einer selektiven Begebung solcher Optionen an einzelne Aktionäre kann sich die Ungleichbehandlung sogar noch weitergehend auswirken als beim Erwerb eigener Aktien. Während sich die veräußernden Aktionäre dort zugleich mit

<sup>214</sup> So *Oechsler* in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 78, 88.

<sup>215</sup> Insoweit nicht überzeugend daher *Paefgen AG* 1999, 67, 71.

<sup>216</sup> *Lutter AG* 1997, August-Sonderheft, S. 52.

ihren Aktien der Chance entäußern, an Wertsteigerungen zu partizipieren, erhalten sie hier von der Gesellschaft eine Sicherung gegen Wertverluste, ohne ihre Gewinnchance aufzugeben. Anders als bei auf Lieferung von Aktien gerichteten Optionen setzen Optionen mit Barausgleich zwar nicht voraus, dass der Optionsinhaber sich bei Ausübung der Option zumindest die Verfügungsmöglichkeit über Aktien der Gesellschaft verschafft. Die Begebung von Verkaufsoptionen mit Barausgleich an Dritte ist daher unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten unbedenklich. Wählt die Gesellschaft aber Optionserwerber gerade im Hinblick auf ihre Aktionärsstellung aus, muss sie diese Möglichkeit der Kurssicherung auch den übrigen Aktionären anbieten.

Zutreffend ist allerdings, dass die mit dem Erwerb eigener Aktien verbundenen Gefahren für die aktienrechtliche Kompetenzordnung bei Begebung von Verkaufsoptionen mit Barausgleich nicht drohen. Weder können unliebsame Aktionäre ausgekauft werden noch bedarf es der Anwendung von § 71b AktG, um eine Einflussnahme des Vorstands auf die eigene Hauptversammlung zu unterbinden. Die Kapitalverhältnisse und die Zahl der ausgegebenen Aktien bleiben unverändert<sup>217</sup>. Ebenso wenig lassen sich die Bestandshöchstgrenze des § 71 Abs. 2 S. 1 AktG, das Erfordernis der Volleinzahlung nach § 71 Abs. 2 S. 3 AktG und die Veräußerungspflichten nach § 71c AktG ohne weiteres auf Optionen mit Barausgleich anwenden.

Als Fazit ergibt sich damit, dass die Begebung von Verkaufsoptionen, bei denen ausschließlich Barausgleich vorgesehen ist, im Hinblick auf die Risiken für das Gesellschaftsvermögen einem Erwerb eigener Aktien durchaus vergleichbar ist, während die Gefahr einer Ungleichbehandlung der Aktionäre nur sehr beschränkt besteht und eine Störung der aktienrechtlichen Kompetenzordnung nicht zu befürchten ist. Aus diesem im Hinblick auf die Schutzzwecke der Erwerbsbeschränkungen zwiespältigen Ergebnis kann nicht gefolgert werden, §§ 71 ff. AktG beanspruchten für Verkaufsoptionen mit Barausgleich von vornherein keine Geltung. In Anbetracht der im Hinblick auf das zentrale Anliegen des Vermögensschutzes vergleichbaren Risiken solcher Optionen und des Erwerbs eigener Aktien bedarf vielmehr die Optionsbegebung eines Erwerbsgrundes nach § 71 Abs. 1 AktG. Regelmäßig kommt dafür nur eine Ermächtigung nach Nr. 8 dieser Bestimmung in Betracht. Dabei ist auch die 10% - Erwerbsgrenze zu beachten.

Ein wesentlicher Baustein des Gläubigerschutzes besteht in der Neutralisierung eigener Aktien durch die aus freien Mitteln zu bildende Rücklage nach §§ 71 Abs. 2 S. 2 AktG, 272 Abs.

---

<sup>217</sup> *Ihrig*, FS Ulmer, 2003, S. 829, 834.

4 HGB. Sie soll verhindern, dass der Erwerb möglicherweise wertloser eigener Aktien bilanziell zu einem bloßen Aktivtausch führt, der den ausschüttungsfähigen Gewinn unberührt lässt. Eine Anwendung dieser Regelung auf Optionen mit Barausgleich kommt mangels eines Erwerbs von Aktien, die in der Bilanz der Gesellschaft aktiviert werden könnten, nicht in Betracht. Zwar ist auch hier nicht auszuschließen, dass die Differenz zwischen dem Ausübungspreis und dem Aktienkurs bei Ausübung der Option die Optionsprämie übersteigt, so dass als Folge einer auf eigene Aktien bezogenen Transaktion insgesamt eine Verminderung des Gesellschaftsvermögens eintritt. Dieser Gefahr wird aber durch allgemeine bilanzrechtliche Regelungen hinreichend Rechnung getragen. Als Stillhalterin trägt die Gesellschaft das Risiko, dass die Option zu einem für sie unvorteilhaften Kurs ausgeübt wird. Sie hat daher eine Drohverlustrückstellung zu bilden, soweit sich die Option am Bilanzstichtag „im Geld“ befindet, d.h. die erhaltene und passivierte Optionsprämie den Verlust nicht deckt<sup>218</sup>. Umstritten ist dabei die Bemessung der Rückstellung. Nach der sog. Ausübungsmethode ist sie zu bilden, soweit am Bilanzstichtag die Differenz zwischen Ausübungspreis und gegenwärtigem Marktpreis größer ist als die passivierte Optionsprämie. Dagegen ist nach der überwiegend vertretenen sog. Glattstellungsmethode eine Drohverlustrückstellung zu bilden, soweit die für ein fiktives glattstellendes Gegengeschäft zu zahlende Prämie (Marktwert der Option) den Buchwert der passivierten Prämie übersteigt<sup>219</sup>.

Die Gesellschaft kann allerdings die vorstehend erörterten Beschränkungen der Veräußerung von Verkaufsoptionen nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG weitgehend vermeiden, wenn sie sich spätestens bei Veräußerung solcher Optionen gegen das Risiko des Kursverfalls absichert, etwa indem sie ihrerseits auf Barausgleich gerichtete Verkaufsoptionen erwirbt. Da unter diesen Umständen das von der Gesellschaft übernommene Kursrisiko jedenfalls bei Zahlungsfähigkeit des Stillhalters neutralisiert ist, besteht kein Anlass für die partielle Anwendung von § 71 AktG.

## **4. Begebung von Kaufoptionen**

### **a) Kaufoptionen auf Lieferung von Aktien**

#### **aa) Die AG besitzt eigene Aktien**

Verfügt die Gesellschaft über eigene Aktien, die sie am Markt platzieren will, stellt die Ausgabe von Kaufoptionen eine Alternative zur unmittelbaren Veräußerung eigener Aktien dar. Ebenso wenig, wie die Gesellschaft bei Begebung einer Verkaufsoption Einfluss auf deren

<sup>218</sup> Vgl. etwa *Hoyos/M. Ring* in: Beck'scher Bilanzkomm (Fn. 206) § 249 Rn. 100 Stichwort „Optionsgeschäfte“.

<sup>219</sup> *Windmüller/Breker* WPg 1995, 389, 396.

Ausübung und damit auf den Eintritt des Erwerbsfalls hat, kann sie hier das Entstehen ihrer Pflicht zur Übertragung eigener Aktien beeinflussen. Das rechtfertigt es, bereits die Begebung der Kaufoption als Veräußerung eigener Aktien zu qualifizieren. Damit stellt sich die Frage, ob den Aktionären bei der Begebung solcher Optionen ein dem Bezugsrecht bei der Kapitalerhöhung vergleichbares Vorerwerbsrecht zusteht oder ob dem Vorstand lediglich eine ungleichmäßige Behandlung von Aktionären untersagt, die Ausgabe von Kaufoptionen an Dritte hingegen erlaubt ist.

Für die Veräußerung eigener Aktien ist dies vor allem im Rahmen des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG umstritten<sup>220</sup>. Der Wortlaut der Vorschrift ist insoweit nicht eindeutig. Einerseits verweist § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG für die Veräußerung von Aktien lediglich auf den Gleichbehandlungsgrundsatz, der zwar bei einer ungleichmäßigen Behandlung der bisherigen Aktionäre, nicht aber bei einer Ausgabe eigener Aktien an Dritte verletzt wäre. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 AktG stellt überdies klar, dass eine Veräußerung über die Börse dem Gleichbehandlungsgrundsatz genügt, obwohl eine derartige Aktienaussgabe bei einer Kapitalerhöhung einen Ausschluss des Bezugsrechts darstellt<sup>221</sup>. Andererseits ordnet § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG für „eine andere Veräußerung“ die entsprechende Anwendung von § 186 Abs. 3 und 4 AktG über den Ausschluss des Bezugsrechts an, womit offenbar das Bestehen eines derartigen Rechts der Aktionäre vorausgesetzt wird.

Dieses auf den ersten Blick wenig stimmige Zusammenspiel von Gleichbehandlungsgrundsatz und Regelungen über den Bezugsrechtsausschluss erklärt sich daraus, dass die Interessenlage bei der Veräußerung eigener Aktien derjenigen bei einer Kapitalerhöhung nur zum Teil entspricht. Dort soll das Bezugsrecht die Aktionäre vor einer Verwässerung sowohl ihrer Beteiligungsquote als auch des Wertes ihrer Aktien schützen. Die Gefahr einer Quotenverwässerung besteht indessen bei einer Veräußerung eigener Aktien an Dritte allenfalls für diejenigen Aktionäre, die ihre Anteile nach dem Erwerb der eigenen Aktien erworben haben<sup>222</sup>. Im Übrigen wird durch die Veräußerung dieser Aktien im Hinblick auf die Verwaltungsrechte, insbesondere das Stimmrecht, lediglich der status quo vor dem Erwerb der eigenen Aktien wieder

---

<sup>220</sup> Für ein Vorerwerbsrecht etwa *Bezenberger* (Fn. 2), Rn. 145 ff.; *Hirsch* (Fn. 2), S. 166 ff.; S. 175 f.; *Huber* FS Kropff, 1997, S. 101, 118 f.; *Kiem* ZIP 2000, 209, 214; *Leithaus* (Fn. 20), S. 22 f.; *Martens* AG 1996, 337, 342 f.; *Möller* (Fn. 146), Rn. 276 ff.; *Oechsler* in: MünchKommAktG § 71 Rn. 209; *ders.*, ZHR 170 (2006), 72, 80; *Reichert/Harbarth* ZIP 2001, 1441, 1442. Ähnlich bereits vor Einführung von § 71 Abs. 1 Nr. 8 OLG Oldenburg AG 1994, 415, 416: Verpflichtung zu strengster Neutralität bei der Veräußerung. Bei Börsenzulassung muss sie über die Börse erfolgen, nicht aber an vom Vorstand ausgesuchte Dritte. Gegen ein Erwerbsrecht *Benckendorff* (Fn. 4), S. 196 f.; 281 f., 285; *Lüken* (Fn. 4), S. 205; *Piepenburg* BB 1996, 2582, 2584.

<sup>221</sup> Siehe zu letzterem etwa *Wiedemann* in: GroßkommAktG, 4. Aufl., 1995, § 186 Rn. 159 f.; *Hüffer* § 186 Rn. 31; *Bezenberger* (Fn. 2), Rn. 150.

<sup>222</sup> *Habersack* ZIP 2004, 1121, 1124

hergestellt<sup>223</sup>. Das Interesse am Quotenerhalt, zu dessen Schutz das Gesetz bei einer Kapitalerhöhung auch eine Ausgabe über die Börse als Bezugsrechtsausschluss qualifiziert und damit von der Zustimmung einer qualifizierten Hauptversammlungsmehrheit abhängig macht, ist daher bei der Veräußerung eigener Aktien an Dritte jedenfalls nicht in demselben Maße berührt wie bei einer Kapitalerhöhung<sup>224</sup>. Dagegen besteht die Gefahr einer Wertverwässerung durch zu billige Veräußerung in ganz ähnlicher Weise wie bei einer Kapitalerhöhung<sup>225</sup>. Aus diesem Grund ist nach dem Gesetz eine Veräußerung eigener Aktien in erster Linie über die Börse vorzunehmen. Da hierbei stets der Marktpreis erzielt wird, müssen die Aktionäre dabei nach Einschätzung des Gesetzgebers keine Vermögenseinbuße gewärtigen. Dem Gleichbehandlungsgrundsatz ist dadurch Genüge getan, dass kein Aktionär bevorzugt wird und alle gleichermaßen die Chance haben, an der Börse Aktien hinzuzuerwerben.

Zweifel an der Zulässigkeit der Abgabe eigener Aktien an Dritte ergeben sich aus der Fassung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG jedoch für Veräußerungen außerhalb der Börse. Nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG setzt „eine andere Veräußerung“ eigener Aktien einen Beschluss der Hauptversammlung nach Maßgabe der Bestimmungen des § 186 Abs. 3 und 4 AktG über den Bezugsrechtsausschluss voraus. Die Vorschrift ist missverständlich gefasst. Sprachlich bezieht sie sich auf die unmittelbar zuvor geregelte Veräußerung über die Börse. Danach wäre für jede Veräußerung eigener Aktien, die nicht über die Börse erfolgt, ein Beschluss der Hauptversammlung entsprechend § 186 Abs. 3 und 4 AktG erforderlich<sup>226</sup>. So kann die Bestimmung jedoch sinnvollerweise nicht zu verstehen sein, denn danach müsste die Hauptversammlung auch einem gleichmäßigen Angebot an alle Aktionäre nach Maßgabe der Vorschriften über den Bezugsrechtsausschluss mit qualifizierter Mehrheit zustimmen, obwohl bei einem solchen Verfahren den Aktionären ein dem Bezugsrecht vergleichbares Erwerbsrecht zustünde und auch dem Gleichbehandlungsgrundsatz Genüge getan wäre. Man wird daher § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG so verstehen müssen, dass mit „anderer“ Veräußerung nur eine solche gemeint ist, die dem Grundsatz der gleichmäßigen Behandlung der Aktionäre wider-

<sup>223</sup> Zutr. DAV, Stellungnahme zum Referentenentwurf zum RefE 1996 des KonTraG, ZIP 1997, 163, 172; *Benckendorff* (Fn. 4), S. 281; *Hirsch* (Fn. 2), S. 169; *Johannsen-Roth* (Fn. 4), S. 200; *Reichert/Harbarth* ZIP 2001, 1441, 1446; zu Unrecht a.A. etwa *Wilsing/Siebmann* DB 2006, 881, 883.

<sup>224</sup> Nicht zutr. daher die Analyse der Regierungsbegründung zu § 71 Abs. 1 Nr. 8, BT-Drucks. 13/9712 v. 28. 1. 1998, S. 14, wonach eine Abweichung vom Grundsatz gleichmäßiger Zuteilung bei der Veräußerung eigener Aktien wirtschaftlich dem Bezugsrechtsausschluss bei neuen Aktien entspricht.

<sup>225</sup> *Bezenberger* (Fn. 2), Rn. 152.

<sup>226</sup> So in der Tat das Verständnis der Vorschrift bei *Huber*, FS Kropff, 1997, S. 101, 118 Fn. 94; DAV, Stellungnahme zum RefE 1996 des KonTraG, ZIP 1997, 163, 172.



spricht<sup>227</sup>; ein gleichmäßiges Angebot der Gesellschaft an alle Aktionäre ist folglich auch ohne Beschluss der Hauptversammlung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG zulässig.

Von diesem Ausgangspunkt her ist allerdings die Verweisung auf § 186 Abs. 3 und 4 AktG nicht ohne weiteres verständlich. Man kann sie zum einen dahin interpretieren, dass nur eine ungleichmäßige Behandlung von Aktionären erfasst sein soll. Danach muss eine beabsichtigte Abweichung vom Gleichbehandlungsgrundsatz durch den Vorstand entsprechend § 186 Abs. 4 AktG begründet und entsprechend § 186 Abs. 3 AktG von der Hauptversammlung mit qualifizierter Mehrheit beschlossen werden und darüber hinaus sachlich gerechtfertigt sein. Eine solche Rechtfertigung ist entsprechend § 186 Abs. 3 S. 4 AktG ausnahmsweise dann entbehrlich, wenn eigene Aktien im Umfang von bis zu 10% des Grundkapitals für eine Gegenleistung in Geld veräußert werden sollen und diese Gegenleistung den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet. An einem Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz, der Voraussetzung für eine „andere“ Veräußerung ist, fehlt es jedoch nach diesem Verständnis bei einer Veräußerung an Dritte unter gleichmäßigem Ausschluss aller Aktionäre vom Aktienbezug. Die Folge wäre, dass die Auswahl der Erwerber und die Preisfindung allein dem Vorstand überlassen blieben<sup>228</sup>. Damit wäre zwar ein erhebliches Maß an Flexibilität für den Einsatz eigener Aktien gewährleistet. Mit der Regelung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG erscheint dieses Verständnis indessen kaum vereinbar. Zum einen ist das Risiko der Wertverwässerung bei einer Veräußerung an Dritte nicht durchweg geringer ist als bei einer selektiven Veräußerung an einzelne Aktionäre, bei der unbestrittenermaßen die Bestimmungen über den Bezugsrechtsausschluss entsprechend anwendbar sind. Zum anderen fehlt es bei individuell ausgehandelten Veräußerungsbedingungen an einer objektivierten Preiskontrolle, wie sie bei einer Veräußerung über die Börse in Gestalt des Börsenkurses vorhanden ist.

Die Verweisung auf § 186 Abs. 3 und 4 AktG lässt sich zum anderen als implizite Anerkennung eines Erwerbsrechts der Aktionäre deuten, das, ebenso wie das Bezugsrecht, nicht nur die Gleichbehandlung der Aktionäre gewährleisten, sondern, insoweit über den Gleichbehandlungsgrundsatz hinausgehend, ihnen den vorrangigen Zugriff auf wieder ausgegebene eigene Aktien sichern soll. Bei Anerkennung eines dem Bezugsrecht vergleichbaren Erwerbsrechts ginge der Schutz der Aktionäre allerdings erheblich weiter als bei Veräußerung über die Börse. Das zeigt sich besonders deutlich bei der entsprechenden Anwendung von § 186 Abs. 3 S. 4 AktG auf die Veräußerung an Dritte. Danach wäre für die Veräußerung an Dritte

<sup>227</sup> Vgl. BegrRegE zu § 71 Abs. 1 Nr. 8, BT-Drucks. 13/9712 v. 28. 1. 1998, S. 14, li. Sp.; *Oechsler* in: Münch-Komm AktG § 71 Rn. 217; *Benckendorff* (Fn. 4), S. 285; *Bezzenger* (Fn. 2), Rn. 151.

<sup>228</sup> So etwa *Benckendorff* (Fn. 4), S. 285 f.

auch dann ein Beschluss der Hauptversammlung mit qualifizierter Mehrheit erforderlich, wenn die Aktien zum Börsenkurs abgegeben werden sollten, obwohl das Interesse der Aktionäre an der Erhaltung des Wertes ihrer Beteiligung nicht anders betroffen wäre als bei der ohne weiteres zulässigen Veräußerung über die Börse. Wie die Zulässigkeit der Veräußerung über die Börse (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 AktG) zeigt, ist es aber gerade kein Anliegen der Vorschrift, über den Schutz vor Wertverwässerung hinausgehend auch die Möglichkeit des Quotenerhalts nach dem Vorbild des Bezugsrechts zu garantieren. Ein Unterschied zwischen einer Veräußerung über die Börse und einer direkten Veräußerung an Dritte zum Börsenkurs besteht aber immerhin darin, dass die Aktionäre im zweiten Fall nicht ohne weiteres die Gelegenheit erhalten, die eigenen Aktien sofort über die Börse hinzuzuerwerben<sup>229</sup>.

§ 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG vermittelt danach den Aktionären bei der Veräußerung eigener Aktien ein im Verhältnis zum Bezugsrecht eingeschränktes Erwerbsrecht, dessen Merkmale sich aus der vom Gesetz ausdrücklich für zulässig erklärten Veräußerung über die Börse erschließen lassen. Ohne Beschluss der Hauptversammlung ist eine Veräußerung außerhalb der Börse dann zulässig, wenn die Aktionäre nicht ungleich behandelt werden, der Wert ihrer Beteiligung vor Verwässerung geschützt ist und darüber hinaus die Aktionäre die gleiche Möglichkeit wie Dritte haben, die eigenen Aktien zu erwerben. Dagegen steht ihnen wegen der im Vergleich zur Kapitalerhöhung geringeren Schutzwürdigkeit des Interesses an der Aufrechterhaltung ihrer Beteiligungsquoten kein gegenüber Dritten vorrangiges Erwerbsrecht nach dem Vorbild des Bezugsrechts zu. Die Modalitäten eines Beschlusses über den Ausschluss des Erwerbsrechts entsprechen denen des Bezugsrechtsausschlusses. Dort ist neben der qualifizierten Hauptversammlungsmehrheit in der Regel eine hinreichende sachliche Rechtfertigung für den Eingriff in das Bezugsrecht erforderlich. Etwas anderes gilt allerdings in den Fällen des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG. Dieser Ausnahmefall beim Bezugsrecht stellt hinsichtlich des Ausgabevolumens bei der Veräußerung eigener Aktien wegen der 10% Erwerbsgrenze nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG und der 10% Bestandsgrenze nach § 71 Abs. 2 S. 1 AktG die Regel dar. Bei einer Veräußerung eigener Aktien nahe am Börsenkurs bedarf ein Ausschluss des Erwerbsrechts daher regelmäßig nur der Zustimmung durch eine qualifizierte Hauptversammlungsmehrheit, nicht hingegen darüber hinaus einer sachlichen Rechtfertigung. Eine solche Rechtfertigung ist hingegen bei einer Veräußerung gegen Sachleistung, bei nicht an der Börse gehandelten Aktien auch bei einer Veräußerung gegen Geldleistung erforderlich.

---

<sup>229</sup> Das spielt aber zum einen keine Rolle, wenn ein ausreichendes Angebot an Aktien am Markt vorhanden ist. Sofern der Dritte die Aktien nicht sogleich an der Börse veräußert, wird zum anderen infolge der Veräußerung an ihn der Börsenkurs erheblich weniger sinken als bei einer Erhöhung des Angebots an der Börse um bis zu 10 %.

Da die Begebung von Kaufoptionen auf eigene Aktien als Veräußerung eigener Aktien zu behandeln ist, gelten die vorstehenden Grundsätze auch hier. Der Vorstand darf solche Optionen folglich auch ohne Zustimmung der Hauptversammlung über die Börse veräußern<sup>230</sup>. Bei der Veräußerung eigener Aktien ist damit sowohl die Chancengleichheit für die Aktionäre untereinander und im Verhältnis zu Dritten gewährleistet als auch einer Wertverwässerung vorgebeugt. Letzteres könnte zwar auf den ersten Blick bei der Veräußerung von Kaufoptionen zweifelhaft erscheinen, weil hier zwar der Optionspreis marktgerecht ist, der Kurs der Aktie bei Ausübung der Option aber ohne weiteres erheblich höher sein kann als die Summe aus Optionsprämie und Ausübungspreis, so dass die Gesellschaft möglicherweise erheblich weniger erhalten wird als den Marktpreis der Aktien zum Zeitpunkt ihrer Übertragung. Ebenso ist es aber möglich, dass es nicht zur Optionsausübung kommt und die Optionsprämie der Gesellschaft zusätzlich zu den eigenen Aktien verbleibt. Die Höhe dieser Prämie wird maßgeblich durch den Ausübungspreis beeinflusst, der seinerseits für die Wahrscheinlichkeit der Optionsausübung von Bedeutung ist. Bei einem funktionierenden Markt bringt die Optionsprämie daher das Risiko der Vermögensverwässerung und die Chance des Gewinns zu einem angemessenen Ausgleich. Bei einer Veräußerung von Kaufoptionen zum Börsenkurs besteht daher zwar ein Risiko der Wertverwässerung; dieses Risiko wird aber den Aktionären nicht einseitig aufgebürdet, sondern mit der Optionsprämie angemessen vergütet<sup>231</sup>. Aktionäre, die das Verhältnis von Chancen und Risiken für die Gesellschaft ungünstiger einschätzen, haben überdies die Möglichkeit, ihrerseits solche Optionen zu erwerben.

Im Übrigen ist ein Hauptversammlungsbeschluss auch dann entbehrlich, wenn die Aktionäre gleichmäßig behandelt werden, dieselbe Möglichkeit wie Dritte haben, die Optionen zu erwerben und schließlich eine Verwässerung des Wertes ihrer Beteiligung unter Berücksichtigung der Optionsbedingungen und der Optionsprämie ausgeschlossen ist. Bei Abweichungen vom Gleichbehandlungsgrundsatz oder bei der Begebung der Optionen ausschließend Dritte, ist ein Beschluss der Hauptversammlung mit qualifizierter Mehrheit erforderlich. Darüber hinaus bedürfen die Ungleichbehandlung oder der Ausschluss aller Aktionäre vom Optionserwerb einer sachlichen Rechtfertigung, wenn die Optionsprämie nicht dem Börsenkurs entspricht.

#### **bb) Die AG besitzt keine eigenen Aktien**

Verfügt die Gesellschaft bei Begebung der Kaufoption nicht über eigene Aktien, die sie bei Optionsausübung übertragen will, sondern muss sie die im Fall der Optionsausübung zu liefernden Stücke erst beschaffen, ist die Optionsbegebung nur zulässig, wenn der Gesellschaft

<sup>230</sup> A.A. *Paefgen* AG 1999, 67, 71.

<sup>231</sup> Im Ergebnis ähnl. *Busch* AG 1999, 57, 64 f.

für diesen Zweck ein genehmigtes oder bedingtes Kapital zur Verfügung steht oder wenn sie sich durch ein entsprechendes Gegengeschäft mit einem Dritten absichert, etwa indem sie sich ihrerseits eine entsprechende Kaufoption einräumen lässt. Anderenfalls würde der Vorstand in unzulässiger Weise auf die Entscheidung der Hauptversammlung über das notwendige Kapital zur Bedienung der Optionen einwirken.

Der Erwerb einer solchen Option auf eigene Aktien stellt per se keinen Erwerb dieser Aktien dar, da die Gesellschaft ihr Erwerbsrecht nicht ausüben muss<sup>232</sup>. Auch die Ausübung dieser Option und die Weitergabe der Aktien an die Inhaber der von der Gesellschaft ausgegebenen Kaufoptionen muss nicht zu einem Erwerb oder einer Veräußerung eigener Aktien durch die Gesellschaft führen, die den Anforderungen des § 71 AktG genügen müssten. Die Gesellschaft kann vielmehr die Rechte aus der von ihr erworbenen Kaufoption auf einen Treuhänder der Optionsberechtigten übertragen, der bei Ausübung der Option durch die Optionsberechtigten diese Gegenoption für Rechnung der Optionsberechtigten ausübt<sup>233</sup>. Im Ergebnis setzt die Gesellschaft in einem solchen Fall lediglich die Differenz der von ihr vereinnahmten und der von ihr gezahlten Optionsprämie aufs Spiel. Voraussetzung dafür, dass die vorstehenden Grundsätze über die Veräußerung von Kaufoptionen auf eigene Aktien keine Anwendung beanspruchen ist allerdings, dass die Gesellschaft spätestens bei Begebung der Verkaufsoption ihrerseits über Kaufoptionen oder andere gleichwertige Sicherungsinstrumente verfügt, die das von ihr eingegangene Stillhalterisiko abdecken.

#### **b) Auf Barausgleich gerichtete Kaufoptionen**

Da die Gesellschaft hier auch im Fall der Optionsausübung keine eigenen Aktien übertragen muss, sondern lediglich Zahlung der Differenz zwischen dem aktuellen Aktienkurs und dem Ausübungspreis schuldet, finden nach überwiegender Auffassung §§ 71 ff. AktG auf derartige Optionen keine Anwendung<sup>234</sup>. Auf den ersten Blick scheint die Interessenlage derjenigen bei einer Veräußerung von Verkaufsoptionen mit Barausgleich zu gleichen, denn auch hier übernimmt die Gesellschaft als Stillhalterin das Risiko der Entwicklung des Kurses der eigenen Aktie. Da die Ausübung der Option aber nur dann sinnvoll ist, wenn der Aktienkurs über den Ausübungspreis steigt, während die Gesellschaft im Hinblick auf das Optionsgeschäft von einem Kursrückgang der Aktie unter den Ausübungspreis profitiert, setzt der Vorstand hier auf sinkende Kurse. Die Tendenz zu übermäßigem Optimismus und das Bestreben, den Kurs der eigenen Aktien zu stützen, denen die Spekulationen der dreißiger Jahre des 20. Jahrhun-

<sup>232</sup> Vgl. oben, V. 2. a) aa).

<sup>233</sup> *Busch AG* 1999, 57, 65 f.

<sup>234</sup> *Mick DB* 1999, 1201, 1204; *Ihrig*, FS Ulmer, 2003, S. 829, 843 f.; a.A. *Paefgen AG* 1999, 67, 71.

derts und die Wiedereinführung strikter Erwerbsbeschränkungen geschuldet sind, liegen also gerade nicht vor. Das Risiko einer unzulässigen Verwendung von Informationsvorsprüngen durch den Vorstand lässt sich zwar nicht von vornherein ausschließen; derartigen Praktiken entgegenzuwirken ist indessen nicht mehr in erster Linie Sache der gesellschaftsrechtlichen Erwerbsbeschränkungen, sondern des Kapitalmarktrechts. Das Risiko, dass die Vermögensposition der Aktionäre auch bei der Vereinbarung von Barausgleich durch eine Fehlspekulation des Vorstands beeinträchtigt werden kann<sup>235</sup>, unterscheidet sich nicht grundsätzlich von anderen Finanztransaktionen.

## **5. Erwerb von Verkaufsoptionen**

### **a) Verkaufsoptionen auf Lieferung von Aktien**

Der Erwerb von Verkaufsoptionen, die auf die Übertragung von Aktien gerichtet sind, ermöglicht es der Gesellschaft, eigene Aktien zu einem bereits im Vorhinein festgelegten Preis zu veräußern und sich damit gegen sinkende Kurse abzusichern. Anders als im zuvor erörterten Fall der Veräußerung von Kaufoptionen liegt die Entscheidung über die Ausübung der Option hier bei der AG. Auf den ersten Blick ist bereits aus diesem Grund der Erwerb einer Verkaufsoption im Hinblick auf § 71 AktG nicht als Veräußerung eigener Aktien zu qualifizieren.

Die Ausübung der Verkaufsoption führt allerdings zum Aktienerwerb durch den Stillhalter. Das wirft die Frage auf, ob nicht der Erwerb solcher Optionen von Dritten unter Ausschluss der Aktionäre der Wertung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 und 5 AktG widerspricht, weil damit das Erwerbsrecht der Aktionäre auf eigene Aktien umgangen würde.

Maßgeblich für das, im Vergleich zum Bezugsrecht eingeschränkte, Erwerbsrecht der Aktionäre nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 und 5 AktG ist in erster Linie die Gefahr der Vermögensverwässerung bei Abgabe eigener Aktien unter Wert. Dieses Risiko besteht jedoch beim Erwerb von Verkaufsoptionen durch die AG gerade nicht. Die Gesellschaft wird die Option nur ausüben, wenn der nach der Wertung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 AktG angemessene Marktpreis der Aktien unter den Ausübungspreis gefallen ist. Eine Vermögensverwässerung ist daher jedenfalls im Hinblick auf den vom Stillhalter für die Aktien zu zahlenden Preis von vornherein ausgeschlossen. Die Gefahr einer Beeinträchtigung ihrer Vermögensposition besteht zwar im Hinblick auf die Optionsprämie. Wenn sie zu hoch angesetzt ist, wendet die Gesellschaft dem Erwerber einen Vermögensvorteil zu. Dieses Risiko besteht aber auch bei anderen Optionsgeschäften, bei denen der Basiswert nicht aus eigenen Aktien besteht, ohne dass aus die-

---

<sup>235</sup> Daraus will *Paefgen AG* 1999, 67, 71 ein Bezugsrecht der Aktionäre auf von der Gesellschaft ausgegebene Kaufoptionen auf eigene Aktien herleiten.

sem Grund den Aktionären ein Andienungs- oder Erwerbsrecht auf solche Finanztitel zustünde.

Der Gefahr selektiver Zuwendungen an einzelne Aktionäre kann mit Hilfe des Gleichbehandlungsgrundsatzes begegnet werden. Allein das Interesse am Quotenerhalt, das bei der Veräußerung eigener Aktien ohnehin nur in geringerem Umfang als bei der Ausgabe junger Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung geschützt wird (s.o., c.), ist für sich genommen keine hinreichende Grundlage für die entsprechende Anwendung von 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 und 5 AktG. Sofern die Gesellschaft den oder die Stillhalter nicht gerade wegen ihrer Aktionärsstellung auswählt, folgt daher aus dem Gleichbehandlungsgrundsatz nicht, dass sie ihren Aktionären anbieten müsste, ihnen solche Optionen entsprechend den Beteiligungsquoten anzudienen.

### **b) Auf Barausgleich gerichtete Verkaufsoptionen**

Hier besteht für die Aktionäre weder das Risiko der Wertverwässerung noch das einer Reduzierung ihrer Beteiligungsquote. Ein Andienungsrecht steht ihnen daher nicht zu. Der Gefahr, dass die Gesellschaft einzelnen Aktionären durch Zahlung einer überhöhten Optionsprämie einen Vermögensvorteil zuwendet, kann mit Hilfe des Gleichbehandlungsgrundsatzes ausreichend begegnet werden.

## **VI. Gegenseitige Beteiligungen**

### **1. Problemstellung und gesetzliche Regelung**

Bis vor wenigen Jahren war in der Bundesrepublik eine Fülle von gegenseitigen Beteiligungen zwischen zahlreichen Finanz- und Industrieunternehmen zu verzeichnen, die einen guten Teil zur Kritik an der „Deutschland AG“ beigetragen hat<sup>236</sup>. Zwar ist in der jüngeren Vergangenheit ein Rückgang derartiger Unternehmensverflechtungen zu verzeichnen<sup>237</sup>; dennoch halten nach wie vor Aktiengesellschaften in nicht unerheblichem Umfang Beteiligungen an anderen Aktiengesellschaften, die wiederum ihrerseits Aktien der an ihnen beteiligten Gesellschaften besitzen. Diese Verflechtungsform weist insoweit enge Verbindungen zum Erwerb eigener Aktien auf, als beim Aufbau wechselseitiger Beteiligungen wirtschaftlich stets ein mittelbarer Erwerb eigener Aktien verbunden ist und auch die für eigene Aktien typische Gefahr einer Emanzipation der Verwaltung von der Kontrolle durch die Aktionäre besteht. Dabei

<sup>236</sup> Vgl. etwa *Adams AG* 1994, 148 ff. mit Beispielen

<sup>237</sup> Vgl. Monopolkommission, 16. Hauptgutachten, 2004/05, S. 192 ff. sowie die Auswertung der Daten über gegenseitige Beteiligungen für die Jahre 1996-2004 durch das Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung, abrufbar unter <http://www.mpifg.de/ak/D-AG.html>.

lassen sich zweierlei Arten von Verflechtungen unterscheiden, denen das AktG jeweils eigene Regeln widmet.

### a) Einfache wechselseitige Beteiligungen

Erstmals mit dem AktG 1965 wurden Bestimmungen über wechselseitig beteiligte Unternehmen eingeführt. Eine solche Verflechtung setzt nach § 19 AktG voraus, dass jedes Unternehmen mindestens 25% der Anteile des anderen Unternehmens gehören. In einem solchen Fall sind zum einen Aufbringung und Erhaltung des gebundenen Vermögens gefährdet, wenn ein und derselbe Betrag zwischen den Gesellschaften hin- und herwandert<sup>238</sup>. Zum anderen besteht die Gefahr einer Verwaltungsherrschaft unter Ausschaltung der (anderen) Aktionäre<sup>239</sup>. Für einfache wechselseitige Beteiligungen, bei denen jedem Unternehmen zwischen 25% und 50% der Anteile an dem anderen Unternehmen gehören. Das Gesetz sucht den Anreiz zum Aufbau solcher Beteiligungen durch eine Verschärfung der Rechtsfolgen zu erreichen, die an die Nichterfüllung der Mitteilungspflichten nach §§ 20 Abs. 3, 21 Abs. 1 AktG<sup>240</sup> knüpft. Dasjenige Unternehmen, das zuerst über das Bestehen der wechselseitigen Beteiligung informiert war, kann seine Rechte aus der Beteiligung an dem anderen Unternehmen nur bis zu einer Quote von 25% ausüben<sup>241</sup>. Anders als bei §§ 20, 21 AktG leben die ruhenden Beteiligungsrechte nicht auf, wenn die Mitteilung nachgeholt wird<sup>242</sup>.

### b) Qualifizierte wechselseitige Beteiligungen

Die vorstehend geschilderten Regeln finden allerdings nach § 19 Abs. 4 AktG nicht auf herrschende und abhängige Unternehmen Anwendung. Soweit es um den Erwerb und die Ausübung von Rechten aus Aktien des jeweils anderen Unternehmens geht, gelten vielmehr für den originären Erwerb § 56 Abs. 2 AktG, für derivativ erworbene Aktien § 71d S. 2 AktG Anwendung, der einem von einer AG abhängigen oder in ihrem Mehrheitsbesitz stehenden Unternehmen den Erwerb und Besitz von Aktien der herrschenden oder mehrheitlich beteiligten AG nur insoweit gestattet, als diese AG eigene Aktien erwerben oder besitzen dürfte. Besitz und Erwerb von Aktien der herrschenden AG durch ein abhängiges oder im Mehrheitsbesitz der AG stehendes Unternehmen sind dabei unabhängig davon den erwähnten Beschrän-

<sup>238</sup> BegrRegE AktG 1965 bei *Kropff*, Aktiengesetz, 1965, S. 34; kritisch zur Analyse dieses Problems in der Gesetzesbegründung etwa *Bayer* in: MünchKomm AktG § 19 Rn. 4.

<sup>239</sup> BegrRegE bei *Kropff*, S. 35.

<sup>240</sup> Die unterlassene Anpassung an die Ersetzung der §§ 20, 21 AktG durch § 21 WpHG für börsennotierte Gesellschaften wird allgemein als Redaktionsversehen gewertet, vgl. etwa *Koppensteiner* in: KölnKomm AktG § 328 Rn. 6; *Emmerich* in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 328 Rn. 5.

<sup>241</sup> Darstellung und Kritik bei *Koppensteiner* in: KölnKomm AktG § 328 Rn. 1 ff.

<sup>242</sup> *Koppensteiner* in: KölnKomm AktG § 328 Rn. 10; *Emmerich* in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 328 Rn. 11 f.

kungen unterworfen, ob das erwerbende Unternehmen seinerseits bereits an der AG beteiligt ist. Anders als bei den Vorschriften über wechselseitige Beteiligungen sollen geht es bei §§ 56 Abs. 2, 71d S. 2 AktG nicht um die Belange beider Gesellschaften, sondern allein darum, Umgehungen der für die herrschende oder mehrheitlich beteiligte AG geltenden Regeln über eigene Aktien zu verhindern.

### **c) Der Aufbau qualifizierter wechselseitiger Beteiligungen als mittelbarer Erwerb eigener Aktien**

Der Gefahr, dass die Erwerbs- und Besitzbeschränkungen für eigene Aktien durch die Einschaltung abhängiger Unternehmen umgangen werden könnten, wurde bereits frühzeitig erkannt<sup>243</sup> und durch § 226 Abs. 4 HGB i.d.F. der Notverordnung v. 19. September 1931 Gegenstand einer gesetzlichen Regelung, die im Grundsatz unverändert bis auf den heutigen Tag gilt. Besonders augenfällig ist die wirtschaftliche Gleichwertigkeit des Erwerbs durch ein abhängiges Unternehmen mit einem Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft selbst, wenn alle Anteile an dem erwerbenden Unternehmen der Gesellschaft gehören<sup>244</sup>. Hier geht die Leistung wirtschaftlich gesehen ebenso zu Lasten des Vermögens der Gesellschaft wie bei einem eigenen Erwerb. Für den an die veräußernden Aktionäre gezahlten Erwerbspreis erhält das abhängige Unternehmen Anteile, die ohnehin bereits der Gesellschaft gehörendes Vermögen repräsentieren. Aus deren Sicht wird die wirtschaftliche Inhaberschaft an echten Vermögenswerten in Händen des abhängigen Unternehmens gegen eine mittelbare Beteiligung an sich selbst eingetauscht, die für sie keinen entsprechenden Gegenwert darstellt<sup>245</sup>. Darüber hinaus können hier auch die für den Erwerb eigener Aktien typischen Gefahren für die innere Ordnung der Gesellschaft und für die Integrität des Kapitalmarkts drohen, denn der Vorstand dieser Gesellschaft, der das Stimmrecht aus ihren Anteilen an E ausübt, könnte etwaige Beteiligungsrechte der Erwerberin kraft des beherrschenden Einflusses der AG ebenso in seinem Sinne einsetzen, den Auskauf unliebsamer Aktionäre veranlassen oder den Kurs der Aktie manipulieren, wie bei einem unmittelbaren Erwerb eigener Aktien<sup>246</sup>.

<sup>243</sup> Siehe etwa v. *Hofmannsthal* ZBH 1928, 401, 402.

<sup>244</sup> Zu diesem Fall vgl. vor allem *Huber*, FS Duden, 1977, S. 137, 147.

<sup>245</sup> Anders die Qualifikation des Sachverhalts bei *Hettlage*, Die Bilanzierung wechselseitiger Beteiligungen nach deutschem Aktienrecht, 1967, S. 170 ff.; *ders.* AG 1967, 249, 250; *ders.* AG 1981, 92, 97.

<sup>246</sup> Vgl. etwa *H. Winter*, Die wechselseitige Beteiligung von Aktiengesellschaften, 1960, S. 27 ff., 32 ff.; *Zöllner*, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, 1963, S. 132; *Mestmäcker*, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, 1958, S. 114 ff.; *Bernwald*, Mehrstufige Unternehmensverbindungen aus der Sicht des AktG 1965, 1974, S. 68; *Kerstin Schmidt*, Wechselseitige Beteiligungen im Gesellschafts- und Kartellrecht, 1995, S. 57 ff.; *Huber*, FS Duden, 1977, S. 137, 143; *Bork* ZGR 1994, 237, 247.



Um derartigen Umgehungen vorzubeugen<sup>247</sup>, unterwirft § 71d S.2 AktG den Erwerb von Aktien einer herrschenden oder mehrheitlich beteiligten AG durch ein von ihr abhängiges oder in ihrem Mehrheitsbesitz stehendes Unternehmen den gleichen Beschränkungen, die für den Erwerb eigener Aktien durch die AG selbst gelten.

## **2. Die Unzulänglichkeit einer Regelung qualifizierter wechselseitiger Beteiligungen aus der Perspektive der herrschenden AG**

Der Erwerb von Aktien einer herrschenden oder mehrheitlich beteiligten Gesellschaft durch ein von ihr abhängiges oder in ihrem Mehrheitsbesitz stehendes Unternehmen wirft aber auch aus der Perspektive der Erwerberin die Frage nach der Vereinbarkeit mit den für sie geltenden Vermögensbindungsregeln auf. Soweit das Vermögen der Gesellschaft aus der Beteiligung an dem Erwerberunternehmen besteht, erhält auch dieses in Form der Aktien nur scheinbar eine vollwertige Gegenleistung. Tatsächlich entrichtet es den Erwerbspreis (ganz oder zum Teil) für eine mittelbare Beteiligung an sich selbst<sup>248</sup>. Das wird besonders deutlich, wenn es sich bei der herrschenden AG um eine Holdinggesellschaft handelt, deren gesamtes Vermögen aus ihrer Beteiligung am Erwerberunternehmen besteht. Hier erwirbt dieses Unternehmen der Sache nach nur eine Beteiligung an sich selbst<sup>249</sup>. Es erhält keinen Vermögenswert, der ihm wirtschaftlich betrachtet nicht ohnehin bereits gehört hätte. Dennoch wird nach hM wird der Aufbau einer Beteiligung an einer Gesellschaft, die ihrerseits an der Erwerberin beteiligt ist, grundsätzlich nicht von den §§ 71 ff erfasst. Etwas anderes soll lediglich dann gelten, wenn das Vermögen der Zielgesellschaft (nahezu) ausschließlich aus Aktien der Erwerberin besteht; nur in diesem Fall sei das Geschäft wie der Erwerb eigener Aktien durch die Erwerbergesellschaft zu beurteilen<sup>250</sup>. Diese Beschränkung des Schutzes des Vermögens der Erwerbergesellschaft auf klare Umgehungsfälle ist überraschend, denn der Aufbau gegenseitiger Beteiligungen wirkt sich auf die Vermögen von Zielgesellschaft und Erwerberunternehmen in gleicher Weise aus: Die für den Erwerb aufgewendeten Mittel werden gegen eine wertlose mittelbare Selbstbeteiligung eingetauscht. Gegen die damit verbundenen Gefahren schützt § 71d S. 2 AktG eine AG, deren Aktien erworben werden sollen bereits dann, wenn sie knapp über die

<sup>247</sup> Zu den Gefahren gegenseitiger Beteiligungen für das Gesellschaftsvermögen und zu den ordnungspolitischen Bedenken gegen diese Verflechtungsform vgl. etwa LG Göttingen WM 1992, 1373, 1375; *Kayser-Eichberg*, Die wechselseitige Beteiligung nach deutschem Aktienrecht als Leitlinie europäischer Harmonisierung, 1969, S. 38 ff.; *Nierhaus*, Die wechselseitige Beteiligung von Aktiengesellschaften, 1961, S. 141 f., 196; *H. Winter* (Fn. 246), S. 49 f.; *Hettlage*, Bilanzierung (Fn 244), S.50 ff.; *Boesebeck* ZfgK 1956, 766 f.; *ders.* BB 1959, S. 15; *ders.* AG 1961, S. 331, 332; *Kropff* DB 1959, S. 15.

<sup>248</sup> *Verhoeven* GmbHR 1977, 97 f.

<sup>249</sup> Vgl. dazu *Huber*, Festschrift Duden, S.137, 147.

<sup>250</sup> *Barz* in: GroßKommAktG, 3. Aufl., § 71 Anm. 4; *Lutter* in: KölnKomm AktG § 71 Rn. 21; *Oechsler* in: MünchKomm AktG § 71 Rn. 89; ähnl *Hüffer* § 71 Rn 5.

Hälfte der Anteile an dem Erwerberunternehmen hält. Bei wirtschaftlicher Betrachtung stammt unter diesen Umständen nur ein der Höhe dieser Beteiligung entsprechender Anteil des Erwerbspreises aus dem Vermögen der Ziel-AG. In der Rolle der Erwerbergesellschaft soll eine AG dagegen nur dann durch eine analoge Anwendung der §§ 71 ff. AktG geschützt sein, wenn sie (nahezu) den gesamten Preis für eine aus ihrer Sicht wertlose Gegenleistung zahlt. Im Übrigen sollen ihr nur reflexartig die Beschränkungen des § 71d S. 2 AktG zugutekommen, wenn es sich bei der Zielgesellschaft ebenfalls um eine AG oder KGaA handelt. In diesem Fall ist der Aufbau einer mittelbaren Selbstbeteiligung durch die Erwerbergesellschaft auf maximal 10% beschränkt<sup>251</sup>. Erwirbt hingegen eine AG knapp die Hälfte der Aktien einer AG, die an ihr zu knapp 50% beteiligt ist, ohne dass ein Abhängigkeitsverhältnis vorläge, so beläuft sich die mittelbare Selbstbeteiligung der Erwerber-AG auf nahezu 25%.

Der Grund für die Beschränkung des Gesetzes auf das Verhältnis von mehrheitlich beteiligter oder herrschender AG und abhängigen oder in Mehrheitsbesitz der AG stehenden Erwerberunternehmen und auf die Perspektive der Ziel-AG besteht darin, dass die Vorschriften über eigene Aktien und die flankierenden Erwerbsbeschränkungen für Dritte nicht allein die Erhaltung des Gesellschaftsvermögens bezwecken, sondern darüber hinaus auch Gefahren entgegenwirken sollen, die Erwerb und Besitz eigener Aktien für die Verbandsordnung darstellen. Soweit die Zwischenschaltung Dritter in Frage steht, sind derartige Störungen nur dann zu befürchten, wenn die Gesellschaft den Erwerber in ihrem Sinne lenken und damit seine Erwerbsentscheidung und die Ausübung seiner Gesellschafterrechte beeinflussen kann. Die Unzulänglichkeiten der gesetzlichen Regelung im Hinblick auf die Aushöhlung des Gesellschaftsvermögens durch gegenseitige Beteiligungen rühren daher, dass die gesetzlichen Eingreifkriterien sich dementsprechend nicht durchweg an den Erfordernissen des Vermögensschutzes orientieren.

### **3. Die Fortentwicklung des gesetzlichen Schutzkonzepts für die abhängige AG**

#### **a) Einstufige Abhängigkeitsverhältnisse**

Die dadurch bedingten Lücken im Vermögensschutz sind durch eine entsprechende Anwendung der Vorschriften über die Vermögensbindung auszufüllen<sup>252</sup>. §§ 71 ff. AktG, insbesondere die Erwerbsbeschränkungen für abhängige oder im Mehrheitsbesitz einer AG stehende Unternehmen enthalten keine abschließende Regelung dieses Fragenkomplexes in dem Sinne,

<sup>251</sup> Wenn die Ziel-AG Alleinaktionärin der Erwerbergesellschaft ist, baut diese bei einem Erwerb von 10% der Aktien der Ziel AG zugleich eine mittelbare Selbstbeteiligung von 10% auf.

<sup>252</sup> Eingehend dazu und zum Folgenden *Cahn* (Fn. 2), S. 154 ff.

dass ein von diesen Vorschriften nicht ausdrücklich erfasster Anteilserwerb stets ohne weiteres zulässig wäre. §§ 71 ff. AktG sanktionieren Geschäfte, durch die der Gesellschaft bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise Werte entzogen und einem Aktionär zugewandt werden. Sie enthalten dementsprechend eine Privilegierung gegenüber den allgemeinen Vorschriften über die Vermögensbindung, die nur soweit reicht, wie es das Gesetz vorsieht. Im Übrigen stehen sie einer Anwendung der Kapitalerhaltungsvorschriften grundsätzlich nicht entgegen. Andererseits wäre eine uneingeschränkte Geltung der Kapitalerhaltungsvorschriften für den mittelbaren Erwerb eigener Aktien problematisch. Die dadurch bedingte Sperre würde ohne sachlichen Grund den mittelbaren Erwerb eigener Aktien in stärkerem Maße beschränken als den unmittelbaren Erwerb.

Es kann folglich nur darum gehen, die Zulässigkeit mittelbarer Selbstbeteiligungen im Interesse des Gläubigerschutzes an Bedingungen zu knüpfen, deren Erfüllung die Einhaltung der gesetzlichen Vermögensbindung gewährleistet. Da unter Vermögensschutzgesichtspunkten unmittelbare und mittelbare Selbstbeteiligungen vergleichbare Gefahren mit sich bringen, sind diese Bedingungen in Anlehnung an die speziellen Vorschriften über den Erwerb eigener Anteile zu entwickeln. Dabei gilt es, diejenigen Regelungen, die sinnvollerweise allein auf einen unmittelbaren Erwerb eigener Aktien Anwendung finden können, von solchen Sicherungen zu unterscheiden, die im Interesse der Erhaltung des Gesellschaftsvermögens auch beim Aufbau mittelbarer Selbstbeteiligungen Geltung beanspruchen.

Entscheidend ist insoweit, dass durch die Zahlung des Erwerbspreises nicht derjenige Teil des Gesellschaftsvermögens angetastet wird, der im Interesse des Gläubigerschutzes einer Ausschüttung an die Aktionäre entzogen ist. Um welchen Teil des Gesellschaftsvermögens es dabei geht, ergibt sich aus den besonderen Regelungen über den Erwerb eigener Aktien, die für diese Fälle die aktienrechtliche Vermögensbindung lockern. Nach §§ 71d S. 2, S. 1 i.V.m. 71 Abs. 2 S. 2 AktG ist der Erwerb eigener Aktien nur zulässig, wenn die Gesellschaft die nach § 272 Abs. 4 HGB vorgeschriebene Rücklage bilden kann, ohne ihr Grundkapital oder der Ausschüttung an die Aktionäre entzogene Reserven zu mindern. Das setzt voraus, dass die Gesellschaft in der Lage ist, den Erwerbspreis aus Vermögen zu entrichten, das zur Deckung dieser Kapitalpositionen nicht benötigt wird. Beim unmittelbaren Erwerb eigener Aktien entspricht der in diese Rücklage einzustellende Betrag dem Erwerbspreis. Dementsprechend muss auch beim Aufbau mittelbarer Selbstbeteiligungen jede der beiden Gesellschaften in der Lage sein, den für eine aus ihrer Sicht wertlose Gegenleistung - die mittelbare Selbstbeteiligung - aufgewendeten Betrag aus freien Mitteln aufzubringen.

Um welchen Betrag es sich dabei handelt, lässt sich hier allerdings nicht ohne weiteres bestimmen. Die Erwerbergesellschaft erbringt ihre Leistung für die Anteile an der Zielgesellschaft und die darin verkörperte Beteiligung an dem Vermögen dieser Gesellschaft und seinen Erträgen. Dieses Vermögen erschöpft sich jedoch in aller Regel nicht in der Beteiligung der Zielgesellschaft an der Erwerberin, sondern enthält noch zahlreiche andere Werte. Der Erwerbspreis bestimmt sich überdies nicht allein nach den Substanz- oder nach den Buchwerten der einzelnen Vermögensbestandteile abzüglich der Verbindlichkeiten der Zielgesellschaft, sondern üblicherweise nach dem Ertragswert oder anderen nicht an der Vermögenssubstanz orientierten Bewertungsverfahren. Welcher Teil des Erwerbspreises gerade auf die mit dem Aktienerwerb verbundene mittelbare Selbstbeteiligung entfällt, lässt sich daher regelmäßig nicht zuverlässig bestimmen. Insbesondere hilft in diesem Zusammenhang die h.L. nicht weiter, die den Blick auf die Kapitalverflechtung und damit auf die Passivseite der Bilanz lenkt, indem sie annimmt, Folge einer gegenseitigen Beteiligung sei eine Kapitalentwertung beider Gesellschaften in Höhe des Produkts der Beteiligungsquotienten<sup>253</sup>. Damit ist lediglich die prozentuale Höhe der mittelbaren Selbstbeteiligung zutreffend beschrieben. Unter Vermögensschutzgesichtspunkten ist aber nicht das prozentuale Ausmaß der gegenseitigen Kapitalverflechtung, sondern allein entscheidend, welcher Teil des an den veräußernden Gesellschafter entrichteten Erwerbspreises für eine aus Sicht der beteiligten Gesellschaften wertlose, die mittelbare Selbstbeteiligung aufgewendet wird. Soweit die Vertragsparteien nicht ausnahmsweise bei der Bemessung des Erwerbspreises von den (bona fide festgesetzten) Werten der einzelnen Vermögensgegenstände einschließlich der Beteiligung der Zielgesellschaft an dem Erwerberunternehmen ausgegangen sind, so dass Anhaltspunkte dafür vorhanden sind, welcher Betrag für den Aufbau der mittelbaren Selbstbeteiligung aufgewendet worden ist, ist für die Dotierung der Rücklage aus Vorsichtsgründen der Verkehrswert der mittelbaren Selbstbeteiligung maßgeblich<sup>254</sup>. Dieser Betrag ergibt sich aus dem Wert eines Anteils der Erwerber- bzw. der Zielgesellschaft und der Höhe der mittelbaren Selbstbeteiligung, die dem Produkt der Beteiligungsquotienten der gegenseitig beteiligten Unternehmen entspricht.

Die Gefahren für das gebundene Gesellschaftsvermögen, die der Aufbau gegenseitiger Beteiligungen mit sich bringt, bestehen unabhängig davon, ob eines der beiden Unternehmen das

---

<sup>253</sup> So etwa *Emmerich* in: *Emmerich/Habersack*, , Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 19 Rn. 5; *Bayer* in: *MünchKomm AktG* § 19 Rn. 2; *Lutter*, Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG, 1964, S. 453 f.; *Koppensteiner*, Internationale Unternehmen im deutschen Gesellschaftsrecht, 1971, S. 274; *Kerstin Schmidt* (Fn. 246), S. 54 f.; *H. Winter* (Fn. 246), S. 36, 44, 47; *Zulauf*, Die wechselseitige Beteiligung im schweizerischen Aktienrecht, 1974, S. 72, 75; *Emmerich*, FS Westermann, 1974, S. 55, 60.

<sup>254</sup> Das gilt allerdings nur, soweit nicht das Gesetz, wie in §§ 71d S. 2 i.V.m. S.1, 71 Abs. 2 S. 2 AktG, besondere Regelungen enthält.

andere beherrscht oder mehrheitlich an ihm beteiligt ist. Dementsprechend beanspruchen die soeben dargestellten Mindestanforderungen an die finanzielle Solidität der betroffenen Unternehmen auch dann Geltung, wenn die Schwellenwerte der Beherrschung oder der Mehrheitsbeteiligung nicht erreicht sind. Andererseits darf eine Fortentwicklung des Gläubigerschutzes nicht dazu führen, dass Erwerbsvorgänge zwischen Gesellschaften mit geringem gegenseitigen Beteiligungsbesitz de facto ausgeschlossen sind, denn derartige Verflechtungen sind auch unter Vermögensschutzgesichtspunkten weit weniger bedenklich als die vom Gesetz sanktionierten Kapitalverflechtungen zwischen verbundenen Unternehmen. Die Adressaten der im Interesse der Vermögensbindung geltenden Beschränkungen müssen dementsprechend zumindest die Möglichkeit haben, ohne aufwendige Nachforschungen von den hierfür maßgeblichen Umständen Kenntnis zu erlangen. Insoweit ist vor allem entscheidend, dass die Erwerbergesellschaft von der Beteiligung der Zielgesellschaft und deren Höhe weiß. Das ist jedenfalls dann der Fall, wenn der Anteilsbesitz der Zielgesellschaft an der Erwerberin 25% übersteigt und das erwerbende Unternehmen daher Empfänger einer Mitteilung nach §§ 20, 21 AktG oder § 21 WpHG ist.

#### **b) Mehrstufige Abhängigkeitsverhältnisse**

Der bereits erwähnte Umstand, dass die Vorschriften über den Erwerb eigener Aktien nicht ausschließlich der Sicherung des Gesellschaftsvermögens dienen und dementsprechend an Herrschaft oder Mehrheitsbesitz der Gesellschaft anknüpfen, soweit sie die Erwerbsbeschränkungen auf Unternehmen erstrecken, an denen die Gesellschaft beteiligt ist, wirkt sich auch auf die Effektivität der Vermögensbindung bei Erwerbsvorgängen in mehrstufigen Beteiligungsverhältnissen aus. Beispielhaft sei hier der Erwerb von Aktien der Mutter-AG (M) durch eine Enkelgesellschaft (E) erörtert. Ob diese Gesellschaft, an der die Zielgesellschaft nicht unmittelbar, sondern vermittelt über ein zwischen beiden Gesellschaften stehendes Tochterunternehmen (T) beteiligt ist, von der Zielgesellschaft beherrscht wird oder in ihrem Mehrheitsbesitz steht, bestimmt sich nach den Vorschriften des § 16 Abs. 4 AktG über die Zurechnung der Anteile an der E, die sich im Besitz von T befinden. Die Zurechnung setzt voraus, dass dieses T seinerseits von M abhängig ist. Ist das der Fall, gelten alle Anteile der T an E zugleich als der M gehörig.

Unter dem Blickwinkel des Vermögensschutzes ist diese Regelung in zweierlei Hinsicht unbefriedigend<sup>255</sup>. Sie reicht nicht aus, soweit sie die Beherrschung von T durch M zur Zurechnungsvoraussetzung erhebt. Für die Frage, inwieweit dem Vermögen der M zugunsten ihres

---

<sup>255</sup> Näher dazu *Cahn* (Fn. 2), S. 210 ff.

veräußernden Aktionärs dadurch Werte entzogen werden, dass die E als Gegenleistung für den von ihr entrichteten Erwerbspreis Anteile erhält, die eine mittelbare Selbstbeteiligung verkörpern und damit aus Sicht der gegenseitig beteiligten Gesellschaften wertlos sind, kommt es allein auf den Grad der Vermögensverflechtung zwischen diesen Gesellschaften an.

Entscheidend dafür ist zunächst, welcher Teil der Leistung, die die E dem veräußernden Aktionär zuwendet, wirtschaftlich betrachtet aus dem Vermögen der M stammt. Ob eine mehrheitliche Beteiligung an der E der M beherrschenden Einfluss vermittelt oder ob dies ausnahmsweise nicht der Fall ist, weil die T etwa aufgrund eines Entherrschungsvertrages von Stimmrechtsbeschränkungen nicht von der M abhängig ist, spielt für den im vorliegenden Zusammenhang entscheidenden Umfang der Vermögensverflechtung keine Rolle. Die Zurechnung geht andererseits insofern zu weit, als sie bei beherrschendem Einfluss der M alle Anteile von T an E erfasst. Bezogen auf den Vermögensschutz fingiert das Gesetz damit, dass jede Geldeinheit, die T in seine Beteiligung an E investiert hat, zugleich aus dem Vermögen der M stammt, obwohl dies bei wirtschaftlicher Betrachtung nur entsprechend der Beteiligungsquote der M an T der Fall ist. Die gesetzliche Regelung entspricht also nur dann dem wirtschaftlichen Befund, wenn M Alleingesellschafterin von T ist.

Die Ursache für diese Unzulänglichkeiten ist wiederum darin zu sehen, dass § 16 Abs. 4 AktG und die daran anknüpfenden Vorschriften nicht allein dem Vermögensschutz dienen, sondern in erster Linie die Sicherung der Verbandsordnung und den Schutz von Minderheitsgesellschaftern bezwecken. Dabei geht es in erster Linie um die Gefahren, die daraus resultieren, dass ein herrschendes Unternehmen kraft seines Einflusses nicht nur über das seiner Beteiligungsquote entsprechende, sondern über das gesamte Einflusspotential verfügen kann, das Beteiligungen der abhängigen Gesellschaft an dritten Unternehmen gewährt. Unter dem Blickwinkel des Vermögensschutzes fehlt es jedoch zum einen an einer vergleichbaren Hebelwirkung der beherrschenden Gesellschafterstellung. Zum anderen setzen die Gefahren für die Wertdeckung des Gesellschaftsvermögens nicht voraus, dass ihre Gesellschafterposition der M überhaupt einen beherrschenden Einfluß vermittelt. Insoweit ist allein entscheidend, welchen Teil des Erwerbspreises sie für eine aus Sicht der verflochtenen Unternehmen wertlose mittelbare Selbstbeteiligung aufwendet.

Überträgt man die Grundsätze, die für den Erwerb von Anteilen einer unmittelbar an der Käuferin beteiligten Gesellschaft gelten, auf die Fälle mittelbarer Kapitalverflechtungen, so kommt es auch hier auf die Höhe der (mittelbaren) Beteiligung der M an dem Erwerberunter-

nehmen E an. Sie lässt sich im Wege der Durchrechnung als Produkt der Beteiligungsquotienten der M an T einerseits und T an E andererseits bestimmen.

Ein widerspruchsfreies System der Vermögensbindung erfordert, dass die erwähnten Unzulänglichkeiten der Vorschriften über den Anteilserwerb durch mittelbar verbundene Unternehmen durch konsequentes Fortdenken der Vermögensbindungsregeln über die vereinzelt vom Gesetz ausdrücklich erfassten Fälle hinaus durchweg vergleichbaren Beschränkungen unterworfen werden, wie sie für den Aufbau von Kapitalverflechtungen in einstufigen Beteiligungsverhältnissen gelten. Ebenso wie dort muss auch hier derjenige Teil des Erwerbspreises, der für die aus Sicht der gegenseitig beteiligten Unternehmen wertlose mittelbare Selbstbeteiligung aufgewendet wird, aus freien Mitteln aufgebracht werden. Der entsprechende Betrag ist durch Einstellung in eine Rücklage nach § 272 Abs. 4 HGB der (erneuten) Ausschüttung an die Gesellschafter zu entziehen.

Ebenso wie beim Anteilserwerb durch ein unmittelbar verbundenes Unternehmen darf aber andererseits auch hier der Vermögensschutz nicht zu einer wirtschaftlich und ordnungspolitisch unvertretbaren faktischen Sperre gerade für tendenziell unbedenkliche geringfügige Verflechtungen führen, wie dies der Fall wäre, wenn die betroffenen Unternehmen aufwendige Nachforschungen über die Beteiligungsverhältnisse anstellen müssten, um sich über die Zulässigkeit eines geplanten Erwerbs und über die kapitalerhaltungsrechtlichen Anforderungen Klarheit zu verschaffen. Die maßgeblichen Schwellenwerte, jenseits derer die erwähnten Vermögenssicherungspflichten eingreifen, müssen sich folglich auch hier an den Kenntnismöglichkeiten der beteiligten Unternehmen orientieren. Zu diesem Zweck sind die Mitteilungspflichten der §§ 20, 21 AktG und die Ausweispflicht des § 285 Nr. 11 HGB so an die Erfordernisse der Vermögensbindung in mittelbaren Beteiligungsverhältnissen anzupassen, dass die erwerbende Enkelgesellschaft eine gesicherte Kenntnismöglichkeit von der mittelbaren Beteiligung des Mutterunternehmens hat<sup>256</sup>. Für börsennotierte Gesellschaften ergeben sich die erforderlichen Informationen regelmäßig aus der Mitteilung nach § 21 WpHG.

---

<sup>256</sup> Vgl. dazu *Cahn* (Fn. 2), S. 224 ff.

WORKING PAPERS

- 1      Andreas Cahn      Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und  
Rechtsschutz Betroffener  
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
  
- 2      Axel Nawrath      Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele  
und Aufgaben der Politik, insbesondere des  
Bundesministeriums der Finanzen
  
- 3      Michael Senger      Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12  
Abs. 1 KWG  
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
  
- 4      Georg Dreyling      Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung  
des Finanzplatzes Deutschland
  
- 5      Matthias Berger      Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt  
Börsen- und Wertpapierrecht
  
- 6      Felicitas Linden      Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-  
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
  
- 7      Michael Findeisen      Nationale und internationale Maßnahmen gegen die  
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein  
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der  
Finanzmärkte
  
- 8      Regina Nöbner      Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung  
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich  
relevantem Verhalten
  
- 9      Franklin R. Edwards      The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and  
Investor Protection  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
  
- 10     Ashley Kovas      Should Hedge Fund Products be marketed to Retail  
Investors? A balancing Act for Regulators  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
  
- 11     Marcia L. MacHarg      Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a  
New Direction?  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 55 ff.)



- |    |                                  |   |
|----|----------------------------------|---|
| 12 | Kai-Uwe Steck                    | Legal Aspects of German Hedge Fund Structures<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.)   |
| 13 | Jörg Vollbrecht                  | Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien  |
| 14 | Jens Conert                      | Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik  |
| 15 | Bob Wessels                      | Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe   |
| 16 | Theodor Baums / Kenneth E. Scott | Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany   |
| 17 | Bob Wessels                      | International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies  |
| 18 | Michael Gruson                   | Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie<br>(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)   |
| 19 | Michael Gruson                   | Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union<br>(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)   |
| 20 | Andreas Cahn                     | Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen<br>(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)   |
| 21 | David C. Donald                  | The Nomination of Directors under U.S. and German Law   |
| 22 | Melvin Aron Eisenberg            | The Duty of Care in American Corporate Law<br>(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)  |
| 23 | Jürgen Than                      | Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.) |

- |    |                      |  |
|----|----------------------|--|
| 24 | Philipp von Randow   | Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des<br>Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)  |
| 25 | Hannes Schneider     | Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der<br>Gläubiger<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des<br>Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)  |
| 26 | Hans-Gert Vogel      | Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des<br>Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)   |
| 27 | Georg Maier-Reimer   | Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der<br>Ersetzung des Schuldners<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des<br>Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)   |
| 28 | Christoph Keller     | Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung<br>der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des<br>Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)                                  |
| 29 | René Bösch           | Die Emission von Schuldverschreibungen nach<br>schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem<br>geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des<br>Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.) |
| 30 | Lachlan Burn         | Bond Issues under U.K. law: How the proposed German<br>Legislation compares<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des<br>Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)   |
| 31 | Patrick S. Kenadjian | Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations<br>for the German Law Maker from a U.S. Perspective<br>(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des<br>Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)   |
| 32 | Andreas Cahn         | Bankgeheimnis und Forderungsverwertung<br>(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)  |
| 33 | Michael Senger       | Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern   |
| 34 | Andreas Cahn         | Das neue Insiderrecht<br>(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)   |

- |    |  |  |
|----|--|--|
| 35 | Helmut Siekmann                              | Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für Europa   |
| 36 | Michael Senger                               | Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz  |
| 37 | Andreas Cahn                                 | Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz   |
| 38 | Helmut Siekmann                              | Die Verwendung des Gewinns der Europäischen Zentralbank und der Bundesbank   |
| 39 | Guido Ferrarini                              | Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture   |
| 40 | David C. Donald                              | Shareholder Voice and Its Opponents<br>(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5, Issue 2, 2005)   |
| 41 | John Armour                                  | Who should make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition  |
| 42 | David C. Donald                              | The Laws Governing Corporations formed under the Delaware and the German Corporate Statutes  |
| 43 | Garry J. Schinasi/<br>Pedro Gustavo Teixeira | The Lender of the Last Resort in the European Single Financial Market  |
| 44 | Ashley Kovas                                 | UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing Product Diversity  |
| 45 | Rick Verhagen                                | A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europa   |
| 46 | Jochem Reichert/<br>Michael Senger           | Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage |
| 47 | Guido A. Ferrarini                           | One Share – One Vote: A European Rule?   |
| 48 | Theodor Baums                                | Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum   |
| 49 | Ulrich Segna                                 | Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“?   |

# ILF



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT